

MEĐIMURSKO VELEUČILIŠTE U ČAKOVCU
MENADŽMENT TURIZMA I SPORTA

MATEJ PAVLOVIĆ

UTJECAJ KREDITNOG REJTINGA NA DRŽAVNE
OBVEZNICE

ZAVRŠNI RAD

ČAKOVEC, 2015.

MEĐIMURSKO VELEUČILIŠTE U ČAKOVCU

MENADŽMENT TURIZMA I SPORTA

MATEJ PAVLOVIĆ

UTJECAJ KREDITNOG REJTINGA NA DRŽAVNE
OBVEZNICE

INFLUENCE OF CREDIT RATING ON GOVERNMENT
BONDS

ZAVRŠNI RAD

Mentorica:

Ivana Bujan, univ.spec.philol.angl.

ČAKOVEC, 2015.

SAŽETAK

Financijske krize sastavni su dio financijskog tržišta još iz povijesnih dana. Prevelika ponuda u odnosu na potražnju dovodi do pada vrijednosti vrijednosnih papira i kao posljedica svega je nenormalno funkcioniranje financijskog tržišta. Većina kriza su neočekivane i dočekuje ih se nespremno zbog loše organizacije i vodstva pa se i teže njima upravlja. Gledajući kroz povijest bilo je raznih kriza, ali sve su imale sličan ili isti ishod. Da bi se spriječile moguće buduće krize javljaju se specijalne agencije koje dodjeljuju kreditne rejtinge. Njihova značajna uloga i utjecaj se šire i danas. Iako ih ima preko 60 u svijetu, tri su najpoznatije, a to su Standard & Poor's, Moody's i Fitch. Zajedno zauzimaju preko 96% tržišta. Njihova metodologija dodjeljivanja ocjena je vrlo slična, sa malim odstupanjima. Dvije agencije koriste slova sa oznakama plus i minus, dok jedna od njih, Moody's, koristi slova i brojke. Sve tri agencije zajedno koriste oznake AAA kao najvišu kreditnu kvalitetu za dugi rok, dok se ocjene mijenjaju kako se smanjuje i investicijski razred prema ocjeni C ili D koja predstavlja najnižu kreditnu kategoriju. Hrvatski se kreditni rejting ocjenjuje od 1997. godine. Na financijskom tržištu gdje je sva ponuda i potražnja javljaju se i vrijednosni papiri pomoću kojih se na tržištu kapitala prikupljaju novčana sredstva za pokrivanje tekućih obveza države. Obveznice kao dužnički vrijednosni papiri su najstariji oblik financijskih instrumenata. Državne obveznice pripadaju grupi najsigurnijih instrumenata zbog toga što država može pronaći novac za buduće dospjele obveze prema dospijeću. U Hrvatskoj se najviše izdaju državne i korporativne obveznice te u manjoj količini i municipalne obveznice. Kada se države zaduže putem kredita ili kada izdaju obveznice, povećava se i javni dug. Deficit je jedan od najvažnijih utjecaja javnog duga, ali uz njega se vežu i promjene u gospodarskim aktivnostima, promjena kamatnih stopa i kretanje tečaja. Javni dug Republike Hrvatske u prvom tromjesečju 2015. iznosi 288,5 milijardi kuna te se očekuje njegov daljnji rast. Stoga je država ta koja mora intervenirati i stabilizirati javne financije da bi se spriječilo daljnje, po trenutnim kretanjima i pokazateljima, skupo zaduživanje.

Ključne riječi: *financijsko tržište, obveznice, kreditne rejting agencije, kreditni rejting države, javni dug, financijska kriza*

SAŽETAK

SADRŽAJ

1. UVOD	5
2. FINANCIJSKO TRŽIŠTE	6
3. PREDMET TRGOVANJA NA FINANCIJSKIM TRŽIŠTIMA	8
3.1. Vrste obveznica.....	8
3.2. Analiza obveznica.....	15
4. KREDITNE REJTING AGENCIJE.....	17
4.1. Pojam kreditnih rejting agencija	17
4.2. Povijesni pregled nastanka rejting agencija.....	17
4.3. Kreditni rejting države	18
4.4. Najpoznatije kreditne rejting agencije	19
4.4.1. Standard & Poor's agencija.....	24
4.4.2. Moody's Investors Service.....	25
4.4.3. Fitch Ratings Inc.....	25
4.5. Vjerodostojnost kreditnih rejting agencija.....	26
4.6. Metodologija i simboli kreditnog rejtinga države.....	27
4.7. Hrvatski kreditni rejting kroz povijest	29
4.7.1. Dugoročna ocjena strane valute.....	29
4.7.2. Dugoročna ocjena domaće valute.....	30
4.7.3. Kratkoročna ocjena strane valute	32
5. JAVNI DUG.....	33

5.1.	Pojam javnog duga.....	33
5.2.	Utjecaj na javni dug	34
5.3.	Iznos javnog duga	34
5.4.	Bruto inozemni dug	37
5.5.	Inozemna zaduženost	38
5.6.	Ciljevi za upravljanje javnim dugom	39
6.	UTJECAJ FINACIJSKE KRIZE NA REJTING OBVEZNICA	40
6.1.	Utjecaj krize na obveznice	40
6.2.	Pojam riječi kriza	40
6.3.	Obilježja krize.....	41
6.4.	Izvori kriza.....	41
6.5.	Kratki povijesni pregled kriza.....	42
6.6.	Posljednja financijska kriza	43
7.	ZAKLJUČAK	45
8.	LITERATURA.....	46
	Prilozi	48
	Popis slika.....	48
	Popis grafova	48
	Popis tablica.....	48

1. UVOD

U srcu globalne financijske krize prisutne posljednjih nekoliko godina, kreditni rejting su danas riječi koje se željno iščekuju kod svih sudionika financijskih tržišta jer o njemu ovise brojne buduće promjene u ekonomskom sektoru. Kreditne rejting agencije koje su značajan sudionik financijskog tržišta uveliko kreiraju uvjete i ocjene raznih instrumenata na samom financijskom tržištu. Njihov utjecaj od povijesti do danas se naglo povećao, pa danas slove kao jedne od institucija financijskog sektora koje imaju ogromnu tržišnu moć. Njihove objektivne, neovisne i visokokvalitetne ocjene pokazatelj su pravilne investicijske politike. Međutim, svaka moguća greška može dovesti do (ne)potpunog kolapsa financijskog sektora neke zemlje što može za posljedicu imati negativan predznak kod kreditne sposobnosti države i tako otežati uvjete zaduživanja te utjecati na gospodarsku stabilnost. Na sve to se nadovezuje nemogućnost normalnog podmirenja tekućih financijskih obveza što ima značajan utjecaj na kretanje javnog duga države.

Predmet istraživanja ovog rada su kreditne rejting agencije i njihova uloga na financijskom tržištu vrijednosnih papira. Glavni cilj ovog istraživanja je istražiti način i odnos na temelju kojeg se dodjeljuju kreditni rejting pojednim subjektima, dok su specifični ciljevi istraživanja usmjereni na djelovanje agencija na mogući utjecaj i manipulacije kod dodjeljenih ocjena. U ovom se radu, kao metoda istraživanja, koristila kvalitativna metoda da bi se nastojalo dobiti cjeloviti uvid u postojeći problem.

Ovaj rad podijeljen je na sedam dijelova. Poslije prvog, uvodnog dijela, u drugom dijelu je riječ o financijskom tržištu i tržištu kapitala gdje se koriste obveznice kao dužnički vrijednosni papiri. Treći dio govori o obveznicama kao predmetu trgovanja na tržištima. Četvrti dio govori o najpoznatijim kreditnim rejting agencijama i njihovom poslu te metodologijom i ocjenama kojima se koriste. Peti dio razmatra što utječe na javni dug i koliko on iznosi za Republiku Hrvatsku. U šestom dijelu rada riječ je o utjecaju financijske krize i njezinim obilježjima. Posljednji sedmi dio čini zaključak.

2. FINACIJSKO TRŽIŠTE

Financijsko tržište je srž cijelog financijskog sustava. Tržišta su ta koja utvrđuju i uspostavljaju cijene vrijednosnica. Financijsko tržište je naziv za sva specijalizirana i međusobno povezana tržišta neke zemlje gdje se susreću ponuda i potražnja različitih financijskih instrumenata koji mogu biti novac i sve vrste vrijednosnih papira. Financijska tržišta moraju omogućiti robnu razmjenu svih gospodarskih aktivnosti, kako u zemlji u kojoj se nalaze, tako i među različitim zemljama. Financijsko tržište reagira na utjecaj ponude i potražnje, pa ako je novac taj kojim se trguje, tada država djeluje pomoću kamatnih stopa koja ima utjecaj na vlasničke i dužničke vrijednosne papire. Kada država ulaže u dužničke vrijednosne papire smatra se da su oni ulaganja s najnižim stupnjem rizika.

Tržište kapitala važan je dio financijskog tržišta jer njegovim značenjem i mogućnostima dolazi do općeg razvoja i izgradnje gospodarstva neke zemlje. Bez tržišta kapitala ne bi postojala mogućnost da država prikupi ogromne količine novca, ali i gospodarskog rasta. To tržište možemo podijeliti na tržište dionica (vlasnički vrijednosni papiri) i tržište obveznica (dužnički vrijednosni papiri) (Čalopa, Cingula, 2009).

Tržište kapitala je organizirano tržište koje određuju ponuda i potražnja slobodnih vrijednosnih papira. Takvo tržište je spoj ponude i potražnje za kapitalom na kojem se susreću imatelji s viškom financijskih sredstava i tražitelji financijskih sredstava. Cilj tržišta kapitala je likvidnost, transparentnost i sigurnost tržišta. Na tržištu kapitala nalaze se sudionici koji se „predstavljaju“ kao investitori koji ulažu u vrijednosne papire da bi ostavili dobit, korisnici kapitala koji izdaju vrijednosne papire i posrednici koji djeluju između investitora i korisnika kapitala. Tržište kapitala ima vrlo jaki utjecaj na nacionalno gospodarstvo zbog činjenice da se prijenos novčanih sredstava vrši od subjekta s viškom financija do onih koji imaju manjak novčanih financija. Za normalno funkcioniranje tržišta potrebne su određene pretpostavke u obliku državne politike u podupiranju razvoja tržišta, zakonske regulative da se uredi poslovanje, potreba investitora za ulaganjem i institucije koje će moći omogućiti izdavanje i trgovanje vrijednosnim papirima.

Da bi se promet vrijednosnih papira odvijao po pravilima zadužene su institucije. To su samoregulirajuće institucije koje djeluju prema državnim zakonima i unutarnjim pravilima. Najčešće su to burze i brokerska društva. Burze su mjesta gdje se trguje uz točno određene uvjete, a danas najčešće elektroničkim putem i to najviše sa dugoročnim vrijednosnim papirima kao što su obveznice i dionice te financijske izvedenice. Kod trgovanja na izvanburzovnim tržištima nema određenog mjesta trgovanja i točnih uvjeta trgovanja, a najčešće se trguje instrumentima kratkoročnog duga, državnim kreditnim instrumentima te osiguranim hipotekama. Brokerska društva obavljaju poslove između investitora i kupaca te za to naplate određenu proviziju. Za svoj rad moraju imati određenu dozvolu koju izdaje Komisija za vrijednosne papire (Bujan, 2014).

Institucija za nadziranje tržišta kapitala u Hrvatskoj je *Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga* (HANFA). Temeljni ciljevi HANFA-e su očuvanje stabilnosti financijskog sustava i nadzor zakonitosti poslovanja subjekata nadzora. Ovlaštena je i za donošenje propisa o provedbama raznih zakona, obavljanje nadzora nad raznim poslovanjima (burze, brokerska društva, institucionalni ulagatelji, osiguravajuća društva,...), nalaganje mjera za otklanjanje utvrđenih zakonitosti i nepravilnosti, izdavanje i oduzimanje raznih dozvola, licencija, suglasnosti, vođenje knjiga, davanje mišljenja,... (Čalopa, Cingula, 2009).

3. PREDMET TRGOVANJA NA FINACIJSKIM TRŽIŠTIMA

Izdani dužnički papiri poput obveznica, od povijesti pa do danas, ostale su i ostati će jedan od najpopularnijih načina zaduživanja.

Dužnički vrijednosni papiri pripadaju vrsti dugoročnih vrijednosnih papira zajedno sa vlasničkim vrijednosnim papirima. U dužničke vrijednosne papire ubrajaju se obveznice, trezorski i blagajnički zapisi, komercijalni zapisi i ostali oblici koji imaju obvezu u novcu. Obveznice su glavni oblik dužničkih vrijednosnih papira koje se izdaju na veće vremensko razdoblje, od pet do deset godina, čime se nazivaju i dugoročnim vrijednosnim papirima.

Promatrajući kroz povijest, obveznice predstavljaju najstariji oblik financijskih instrumenata. Obveznice su financijski instrument koji se definira na sekundarnom tržištu gdje se aktivno trguje prije njihovog roka dospeljeća, kao pisana isprava kod koje se izdavatelj obvezuje da će u određenom roku dospeljeća, zajedno sa dogovorenom kamatom, isplatiti iznos koji mu je pozajmljen. Kada se izda emisija obveznica uspostavlja se dužničko – kreditni odnos između izdavatelja i primatelja. Obveznica se sastoji od:

- **Plašta obveznice** – oznake da je to obveznica, naziv i sjedište izdavatelja, novčana svota, kamatna stopa, rok otplate glavnica i kamate, mjesto i datum izdavanja, serijski broj i faksimil potpisa ovlaštenih osoba izdavatelja
- **Talon** – anuitetski kupon ili kamatni kupon koji zavisi o obliku emitirane obveznice

3.1. Vrste obveznica

Obveznice su dugoročni mehanizam izvora kapitala koji je nužan za financiranje poslovanja. One predstavljaju instrument kod formiranja tuđih izvora u financiranju poduzeća uz kamate. Klasifikacija obveznica ovisi o različitim karakteristikama, a najčešće se dijele (Čalopa, Cingula, 2009).:

- 1) S obzirom na izdavatelja obveznice
- 2) Po karakteru kamate

- 3) Po načinu amortizacije
- 4) Prema roku dospijeca
- 5) Prema tržištima gdje su emitirane
- 6) Prema financijskoj strukturi

1) S obzirom na izdavatelje obveznice mogu biti:

- a. Državne obveznice
- b. Municipalne obveznice
- c. Korporacijske obveznice
- d. Hipotekarne obveznice
- a) Državne obveznice pripadaju dužničkim vrijednosnim papirima u grupaciju najsigurnijih instrumenata. Razlog tome je visoki bonitet same države koja može prikupiti novac pomoću poreza ili novom emisijom novčanica pa se smanjuje mogućnost da se kamate i glavnica ne ispuni u roku do dospijeca. Investitor ostvaruje mali prinos kod te vrste vrijednosnog papira jer je visoka sigurnost povrata, a niski stupanj rizika koji ima. Visina kamate ovisi o kreditnom rejtingu jer će rizičnije zemlje plaćati višu kamatu od pouzdanijih zemalja.

Prva obveznica u Hrvatskoj je denominirana u kunama 2003. godine po kamatnoj stopi od 6.125%. Zbog visokog javnog duga 2007. godine izdane su i obveznice denominirane u eurima i kunama (Tablica 1.) što je dovelo do povećanja i unutarnjeg javnog duga. Zbog povećanja boniteta Hrvatske prosječne kamatne stope na državne obveznice iznose od 4 do 6%.

Tablica 1. *Državne obveznice izdane na Zagrebačkoj burzi*

IZDAVATELJ	GODINA IZDAVANJA	IZVORNO DOSPIJEĆE	VALUTA	NOMINALNA VRIJEDNOST IZDANJA (u mil.)	NOMINALNA KAMATNA STOPA
Republika Hrvatska	2004.	15 godina	EUR	1.000	5,375%
Republika Hrvatska	2005.	10 godina	EUR	350	4,250%
Republika Hrvatska	2005.	10 godina	HRK	5.500	5,250%

Republika Hrvatska	2007.	10 godina	HRK	5.500	4,750%
Republika Hrvatska	2010.	10 godina	HRK	5.000	6,750%
Republika Hrvatska	2010.	10 godina	EUR	1.000	6,500%
Republika Hrvatska	2010.	7 godina	HRK	4.000	6,250%
Republika Hrvatska	2011.	5 godina	HRK	3.500	5,750%
Republika Hrvatska	2011.	11 godina	EUR	1.000	6,500%
Republika Hrvatska	2013.	5 godina	HRK	6.000	5,250%
Republika Hrvatska	2013.	11 godina	EUR	1.400	5,750%

*Stanje na dan 29. svibnja 2015.

Izvor: HNB

- b) Municipalne obveznice se koriste kod lokalnih samouprava koje imaju problem nedostatka sredstava u proračunu. Najčešći prihodi lokalnih samouprava vezani su uz porezne prihode. Municipalne obveznice emitiraju se zbog prikupljanja novčanih sredstava za razne projekte od javnog interesa kao što su izgradnje škola, vrtića, bolnica. Ove obveznice imaju visoki bonitet te se pomoću njih postižu redoviti dohotci, visok stupanj sigurnosti i likvidnost. Tržište sa municipalnim obveznicama je jedan od najbrže rastućih oblika svjetskog kapitala. Prvu emisiju municipalnih obveznica je izdala Istarska županija 1995. godine da bi se riješio problem komunalne infrastrukture u gradu Pazinu. Veća emisija izdavanja je započela 2004. godine kada svoje obveznice izdaje grad Koprivnica, a nakon toga slijede izdanja grada Zadra, Rijeke, Splita, Vinkovaca i Osijeka što je vidljivo iz Tablice 2.

Tablica 2. Municipalne obveznice izdane na Zagrebačkoj burzi

IZDAVATELJ	GODINA IZDAVANJA	IZVORNO DOSPIJEĆE	VALUTA	NOMINALNA VRIJEDNOST IZDANJA (u mil.)	NOMINALNA KAMATNA STOPA
Grad Rijeka	2006.	10 godina	EUR	25	4,125%
Grad Vinkovci	2007.	10 godina	HRK	42	5,500%
Grad Osijek	2007.	10 godina	HRK	25	5,500%
Grad Split	2007.	8 godina	EUR	8	4,750%
Grad Split	2008.	9 godina	EUR	8	6,000%

*Stanje na dan 29. svibnja 2015.

Izvor: Ministarstvo financija

Iz Tablice 2. možemo zaključiti da su gradovi u razdoblju od 2006. godine do 2008. godine izdavali municipalne obveznice izdane u kunama ili eurima po prosječnoj kamatnoj stopi od 5,175% na rok u prosjeku od 9,5 godina.

- c) Korporacijske obveznice su dužnički vrijednosni papiri koje izdaju privatna ili javna poduzeća. Prikupljenim novcem se financiraju tekući projekti poduzeća. Ove obveznice nose veću kamatnu stopu zbog većeg rizika investitora koji posuđuje novac poduzeću. Korporacijske obveznice imaju dobro razvijeno sekundarno tržište. Postupak izdavanja obveznica je složen zbog angažmana financijskih institucija koje surađuju s poduzećem. Priprema se potrebna dokumentacija koja se šalje na uvid HANFA-i koja (ne)odobrava emisiju obveznica. Prve korporacijske obveznice u Hrvatskoj izdale su početkom 2002. godine tvrtka Belišće d.d. i Plave lagune d.d.. Obveznice se uglavnom emitiraju na hrvatskom tržištu što je prikazano Tablicom 3., gdje najčešće u njih ulažu mirovinski i investicijski fondovi te banke.

Tablica 3. Korporacijske obveznice izdane na Zagrebačkoj burzi

IZDAVATELJ	GODINA IZDAVANJA	IZVORNO DOSPIJEĆE	VALUTA	NOMINALNA VRIJEDNOST IZDANJA (u mil.)	NOMINALNA KAMATNA STOPA
Ingra d.d.	2006.	10 godina	HRK	162	6,125%
Atlantic grupa d.d.	2011.	5 godina	HRK	115	6,750%
Hrvatska elektroprivreda d.d.	2007.	10 godina	HRK	700	6,500%
Metronet komunikacije d.d.	2009.	13 godina	EUR	10	4,500%
Hospitalija trgovina d.d.	2010.	7 godina	EUR	8	9,750%
Erste&Steiermärkische banka d.d.	2011.	6 godina	EUR	80	6,500%
JGL d.o.o	2011.	5 godina	HRK	140	4,800%
Hrvatska pošta d.d.	2012.	3 godine	HRK	400	7,750%
Jadrolinija d.d.	2012.	5 godina	EUR	11	6,500%
Plodine d.d.	2012.	3 godine	HRK	62	9,000%
Erste&Steiermärkische banka d.d.	2012.	5 godina	HRK	300	5,875%
Institut IGH d.d.	2012.	5 godina	EUR	10	9,000%
NETA Capital Croatia d.d.**	2013.	Neodređeno	HRK	2	8,000%
Hrvatska pošta d.d.	2014.	5 godina	HRK	400	5,125%
Dalekovod d.d.	2014.	15.3 godina	HRK	16	4,000%
Dalekovod d.d.	2014.	15.3 godina	EUR	1	4,000%

*Stanje na dan 29. svibnja 2015.

**Uz ugrađenu ocjenu kupnje

Izvor: Ministarstvo financija

U tablici 3. prikazano je izdanje korporacijskih obveznica na Zagrebačkoj burzi u razdoblju od 2006. do 2014. godine. Obveznice su izdane u domaćoj valuti te u

eurima s rokom od 3 pa do 15 godina uz prosječnu nominalnu kamatnu stopu od 6,5%. Izdavatelji su razni ponuđači, od telekomunikacijskih i građevinskih tvrtki preko prijevoznčkih i trgovinskih tvrtki, pa i banke.

- d) Hipotekarne obveznice su vrijednosni papiri koji se mogu kupiti na sekundarnom tržištu ili u trenutku emitiranja. Takve obveznice pripadaju u grupaciju osiguranih obveznica jer garantiraju da će se izvršiti isplata potraživanja radi hipoteke koja je stavljena na imovinu izdavatelja. Institucionalni investitori su najveći kupci obveznica jer stječu vlasnički interes nad hipotekarnim kreditima koje daju poslovne banke. Hipotekarna garancija osigurava visoku sigurnost povrata uložених sredstava.

2) Prema karakteru kamatne stope obveznice mogu biti:

- a. Obveznice s fiksnom kamatnom stopom
 - b. Obveznice s varijabilnom kamatnom stopom
 - c. Obveznice bez kamatne stope
-
- a) Obveznice s fiksnom kamatnom stopom predstavljaju osnovni oblik obveznice naročito kod dugoročnog duga i ima prednost tijekom trajanja obveznice jer se zna njezin ukupan trošak kapitala. I fiksna kamata ima prednost jer stvara veću sigurnost, ali ako padne ili se poveća kamatna stopa na tržištu imatelj će uvijek dobiti onu ugovorenu kamatnu stopu. Izdavatelj obveznica ima pravo ugradnje prijevremenog otkupa ukoliko se radi o velikim pomacima raspona kamatne stope.
 - b) Kod obveznica s varijabilnom kamatnom stopom visina kamata za iplatiti ovisi o ostvarenom poslovnom rezultatu poduzeća u vremenu dospijeca same obveznice na naplatu. Takve obveznice česte su kod tržišne inflacije. Postoje još i obveznice sa fluktuirajućim kamatnim stopama koje se određuju prema promjenama kamatnih stopa na tržištima.

- c) Obveznice bez kamatnih stopa su obveznice bez kupona gdje se prodaju pomoću diskonta za iznos kamata određene prema tržišnoj kamatnoj stopi jer ne nose kamatnu stopu ni kamate.

3) Po načinu amortizacije obveznice mogu biti:

- a. Obveznice sa jednokratnim dospijećem
 - b. Obveznice sa višekratnim dospijećem
-
- a) Obveznice sa jednokratnim dospijećem amortiziraju se jednokratno na kraju vremenskog razdoblja. Kod takvih obveznica kamate se isplaćuju prema periodu, najčešće od šest mjeseci. Ovaj oblik obveznica češći je od obveznica sa višekratnim dospijećem.
 - b) Obveznice sa višekratnim dospijećem amortiziraju se prema periodu, to jest periodično isplaćenim jednakim anuitetima. I ti se anuiteti najčešće isplaćuju u razdoblju od šest mjeseci, a sastoje se od kamata i otplatnih kvota kojom se vrši amortizacija duga

4) Prema roku dospijeca obveznice mogu biti:

- a. Kratkoročne
 - b. Dugoročne
-
- a) Kratkoročne obveznice su obveznice koje imaju rok dospijeca do jedne godine.
 - b) Dugoročne obveznice imaju rok dospijeca preko godine dana i češći su oblik obveznica.

5) Prema tržištima gdje su emitirane obveznice mogu biti:

- a. Domaće
 - b. Međunarodne
-
- a) Domaće obveznice su obveznice koje se emitiraju na domaćem tržištu s naglaskom na domaće fizičke ili pravne osobe
 - b) Međunarodne obveznice mogu se podijeliti na dvije kategorije. Prva kategorija su obveznice nerezidenata na domaćem tržištu koje omogućuju investitorima da

kupuju strane obveznice bez ulaska u tečajni rizik. Druga kategorija su obveznice kojima se trguje na više financijskih središta istodobno, ali u valuti izvan zemlje njihova porijekla. Najpoznatije su po nazivu euroobveznice te one ne podliježu nikakvim ograničenjima niti jedne države ili monetarne vlasti pa je i njihova uloga na tržištima kapitala postala sve važnija i značajnija.

6) Prema financijskoj strukturi obveznice mogu biti:

- a. Pravne
 - b. Vječne
 - c. Obveznice bez kupona
 - d. Konvertibilne
 - e. Obveznice vezane na indeks
 - f. Obveznice denominirane u dvije valute
-
- a) Pravne obveznice imaju fiksne kamate, fikni rok dospelja i nominalnu vrijednost koja je promjenjiva.
 - b) Vječne obveznice su obveznice koje nemaju rok dospelja.
 - c) Obveznice bez kupona se prodaju uz diskont. Kapitalna dobit se ostvaruje za vrijeme dospelja same obveznice.
 - d) Konvertibilne obveznice mogu zamijeniti neku drugu vrstu vrijednosnih papira, ali za vrijednosne papire istog izdavatelja.
 - e) Obveznice vezane na indeks imaju fiksnu kamatnu stopu, a njezina vrijednost o dospelju je zavisna od kretanja određenog indeksa uz koji je vezana.
 - f) Obveznice denominirane u dvije valute iskazuju se u različitim valutama.

3.2. Analiza obveznica

Za prikupljanje informacija o kvaliteti obveznica koriste se rejting agencije da bi se izabrali dužnički papiri kod kojih će se sigurno moći isplaćivati redovite kamate i naplate glavnica po dospelju. Investitori ponekad znaju ulagati u prije procijenjene obveznice da bi špekulirali i ostvarili profit, pa je i špekulacija obveznicama sve prisutnija. Kamatna stopa predstavlja cijenu koja se mora platiti za novčana sredstva

koja su dobivena od strane investitora. Više različitih faktora utječe na oblik kamatne stope. Inflacija je najznačajnija jer predstavlja porast cijene svih dobara u državnoj ekonomiji. Prema empirijskim analizama javlja se korelacija između inflacije i visine kamatnih stopa gdje je nominalna kamatna stopa jednaka zbroju realne kamatne stope i očekivane stope inflacije. Nominalna kamatna stopa je upisana na izdani papir, dok realna kamatna stopa je stvarna stopa po kojoj se vrši povrat novčanih sredstava od investitora. Rizik nepodmirenja obveza ovisi o obliku koje se obveznice radi zbog mogućnosti da li će moći vratiti taj dug ili ne što automatski određuje i visinu kamatne stope. Oporezivanje također utječe na određivanje kamatne stope što se može odraziti na ukupan prihod. Fungibilnost predstavlja mobilnost i prodaju vrijednosnih papira na sekundarnom tržištu kapitala što ima utjecaj na određivanje kamatne stope. Troškovi poslovanja jedan su od faktora koji utječu na oblik kamatne stope zbog provizije koja se mijenja od strane posrednika. Samo pravom analizom investitor može donijeti odluku o obveznici da bi ostvario prihod (Čalopa, Cingula, 2009).

4. KREDITNE REJTING AGENCIJE

Cijeli je svijet u rukama triju kreditnih agencija. Za sada još ne postoji pravi odgovor i potvrda da njihova moć može slomiti svjetsko gospodarstvo jednom ocjenom.

4.1. Pojam kreditnih rejting agencija

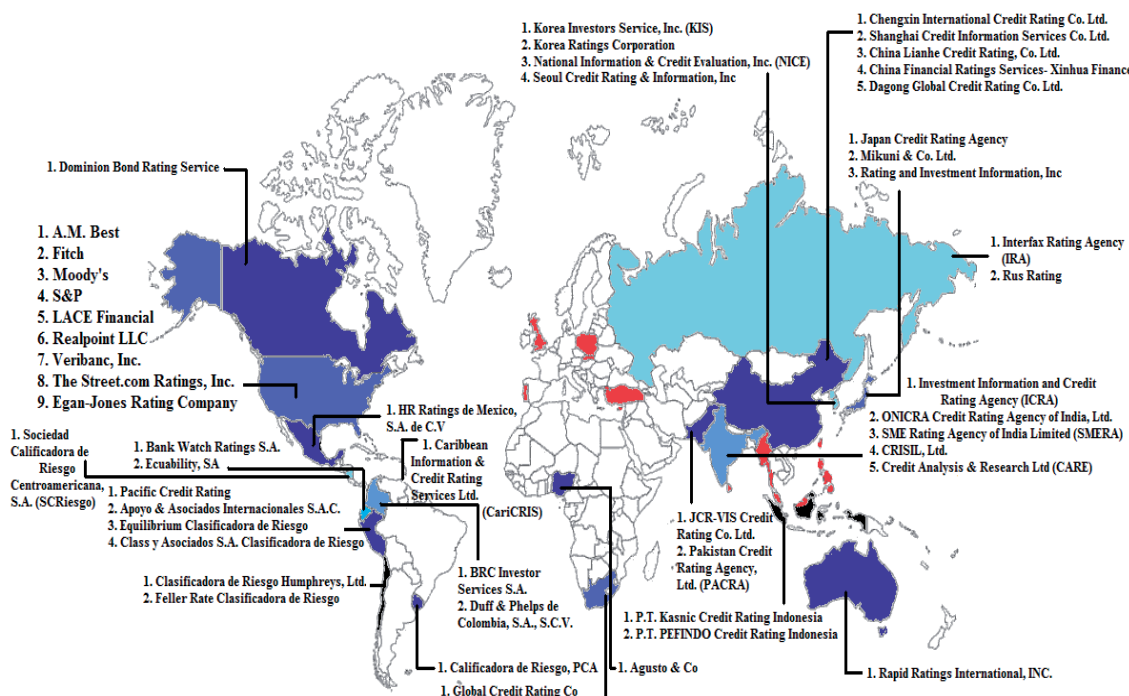
Kreditne rejting agencije su specijalizirane tvrtke koje djeluju već 150 godina u gospodarskim i financijskim sustavima te daju vlastito mišljenje o kreditnoj sposobnosti entiteta ili financijske obveze koje se mogu odnositi na obveznice, preferencijalne obveznice ili komercijalne papire. Rejting agencije su agencije čiji neovisni procjenitelji iznose savjete za prihvaćanje koji služe kao svrha izvršavanja financijskih transakcija na financijskom tržištu. Njihova uloga je vrlo značajna zbog kreiranja i prodaja objektivnih ocjena kreditnih kvaliteta kompanija ili države. Poslovanje agencija se uveliko proširilo te se sada bave procjenom raznih rizičnih instrumenata na tržištu. Osim usluga procjena, nude i savjetničke usluge, upravljaju nekim svjetskim indeksima pa su postali važni sudionici razvijenih financijskih sustava koji imaju veliku tržišnu moć (Pavković, Vedriš, 2011).

4.2. Povijesni pregled nastanka rejting agencija

Prethodnici obvezničkih agencija bile su trgovačke agencije koje su ocjenjivale sposobnost plaćanja financijskih obveza. Tijekom financijske krize 1841. godine Louis Tappan osniva prvu trgovačku rejting agenciju u New Yorku da bi se moglo financirati željezničke tvrtke koje su se naglo počele razvijati ali i novi izvori financiranja putem obveznica (Pavković, Vedriš, 2011). Kasnije je Robert Dun stekao samu agenciju da bi 1859. objavio prvi kreditni vodič. Slična je trgovačka agencija osnovana 1849. godine od strane Johna Bradstreeta. On je 1857. objavio svoju knjigu ocjena. 1933. godine su se spojile u „Dun and Bradstreet“ koji su postali vlasnici „Moody's Investors Service“ 1962. godine. Širenje poslovanja obveznica započinje 1909. godine kada John Moody počinje ocjenjivati obveznice američke željeznice da bi se proširio i na ocjenjivanje industrijskih obveznica. Svoje prve ocjene Poor's Publishing izdaje 1916., Standard Statistic Company 1922., a Fitch Publishing Company 1924. godine. Godine 1941. spajaju se Standard Statistic i Poor's Publishing u Standard & Poor's agenciju.

Kako je tok kapitala tekao međunarodnim finansijskim tržištima, tako i kreditni rejting ostavlja trag na inozemnom tržištu gdje se počinje koristiti kod najrazvijenijih ekonomija ali i onih u nastajanju. Kako je potražnja rasla tako se povećavao i broj agencija (Cantor, Packer, 1994). U svijetu posluju više od 60 agencija koje se razlikuju po broju zaposlenih osoba, broju izdanih rejtinga, ostvarenim prihodima. Slika 1. (Bajo, Penava, 2012). prikazuje kreditne rejting agencije u svijetu, gdje su crvenom bojom prikazane države s jednom kreditnom agencijom (<http://www.whichwaytopay.com/world-credit-rating-agencies.asp>)

Slika 1. Kreditne rejting agencije u svijetu



Izvor: Bajo, A., Penava, J. (2012.) „Kreditne rejting agencije i kreditni rejting države“, *Financije*“,

4.3. Kreditni rejting države

Kreditni rejting se definira kao skup svojstava tražitelja kredita, kao što su položaj, imovina, poslovi i perspektiva, na temelju kojih je moguće donijeti ocjenu o njegovoj kreditnoj sposobnosti. Investitori rade analizu boniteta dužnika ili izdavatelja vrijednosnih papira prije nego što se odobri neki kredit ili se želi ulagati u državne vrijednosnice, finansijske i nefinansijske institucije. Rejting pokazuje sposobnost

države da li će moći otplatiti vanjski ili unutarnji dug (Bajo, Penava, 2012). Rejting služi kao svojevrsna „krvna slika“ stanja ekonomije budućim investitorima. Kreditni rejting države je procjena relativne vrijednosti kako bi se vidjelo da li će doći do ispunjenja ugovornih obveza od strane izdavatelja. Vodstva države (vlade), same traže kreditni rejting da bi na taj način imali lakši pristup međunarodnom tržištu kapitala. Za dodjelu rejtinga vrši se analiza dohotka po glavi stanovnika, inflacija kao pokazatelj strukturnih problema vladine politike, prati se stanje bilance plaćanja, postojanje deficita, ali i svi povijesni ekonomski podaci. Osim ekonomskih parametara prate se i rast populacije, struktura stanovništva prema starosti i produktivnosti u različitim sektorima, obrazovni sustav, državna administracija, konkurentnost, financijski sektor, političke prilike (<http://rif.hr/e-izdanje/rif-12-2012/crno/files/assets/basic-html/page133.html>).

4.4. Najpoznatije kreditne rejting agencije

Međunarodne najpoznatije rejting agencije nalaze se na prostoru Sjedinjenih Američkih Država te ih nazivaju „Tri Američke Sestre“. To su Standard & Poor's, Moody's i Fitch koje zauzimaju preko 96% (2013. godine) (<http://www.sec.gov/ocr/reportspubs/annual-reports/nrsroannrep1214.pdf>) ukupnog tržišnog kreditnog rejtinga u odnosu na ukupan ostvareni prihod industrija. Tablica 4. prikazuje dodijeljene rejtinge registriranih institucija u Americi u 2013. godini.

Tablica 4. *Dodijeljeni rejtingi registriranih institucija u SAD-u 2013. godine*

Agencije	Financijske institucije	Osiguravatelji	Korporativni izdavatelji	Vrijednosnice na temelju imovine	Vrijednosnice države i lokalnih zajednica	Ukupan broj rejtinga
S&P	59.000	7.200	49.700	90.000	918.800	1.124.700
Moody's	53.383	3.418	40.008	76.464	728.627	901.900
Fitch	49.821	3.222	15.299	53.612	204.303	326.257
DBRS	13.624	150	3.790	10.706	16.038	44.308
KBRA	15.982	44	2.749	1.401	25	20.201
Morningstar	/	/	/	11.567	/	11567
A.M. Best	/	4.492	1.653	56	/	6.201
EJR	104	46	877	/	/	1027
JCR	150	27	463	/	56	696

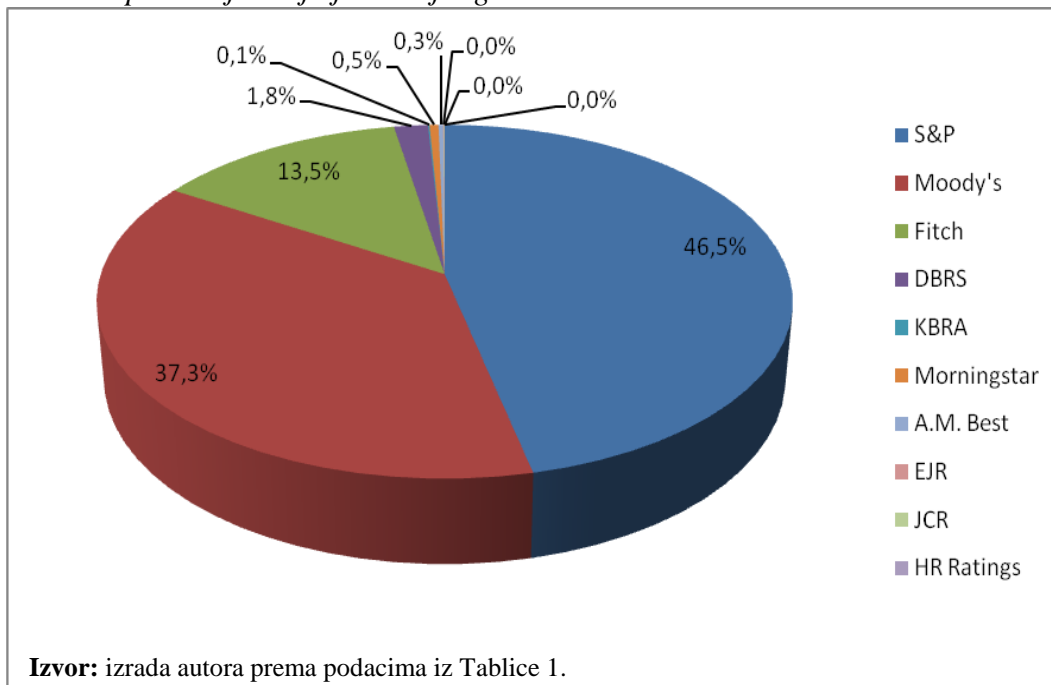
HR Ratings	/	/	/	/	189	189
UKUPNO	192.064	18.599	114.539	243.806	1.868,038	2.437,046

Izvor: izrada autora prema podacima US SEC Comimssion

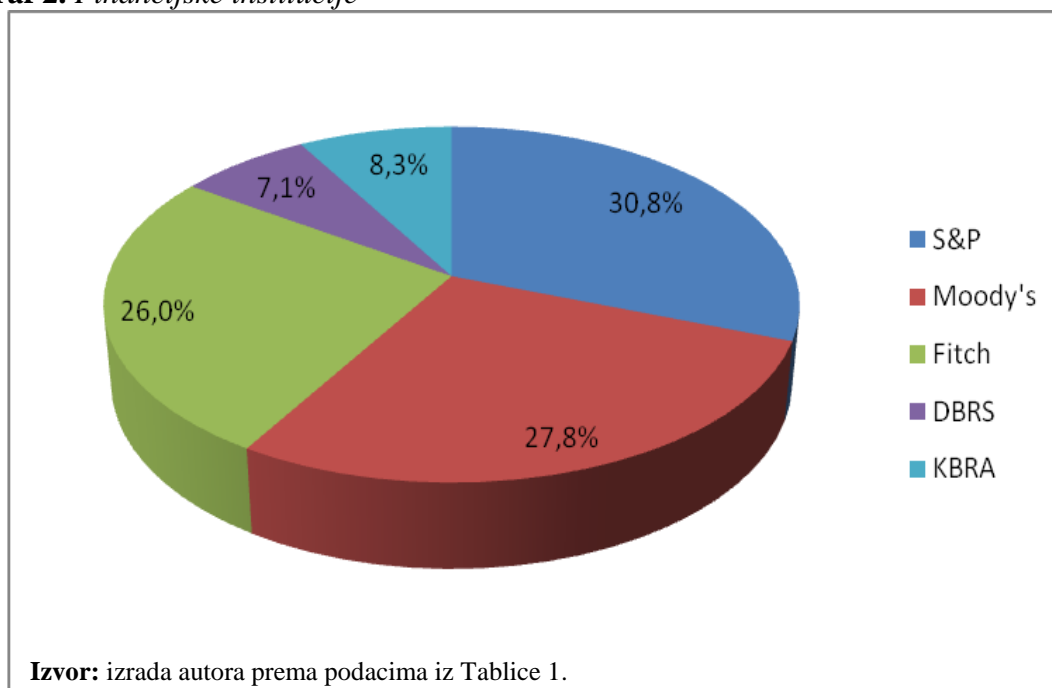
Najviše dodijeljenih rejtinga ima agencija Standard & Poor's koja je i ujedno najveća i napoznatija kreditna agencija. Slijede Moody's i Fitch koje zatvaraju krug tri najveće agencije. Ostale kreditne agencije su specijalizirane za određeni geografski položaj ili određene sektore.

U nastavku Grafovi 1. do 6. prikazuju u postocima udio svake kreditne rejting agencije posebno u određenim segmentima.

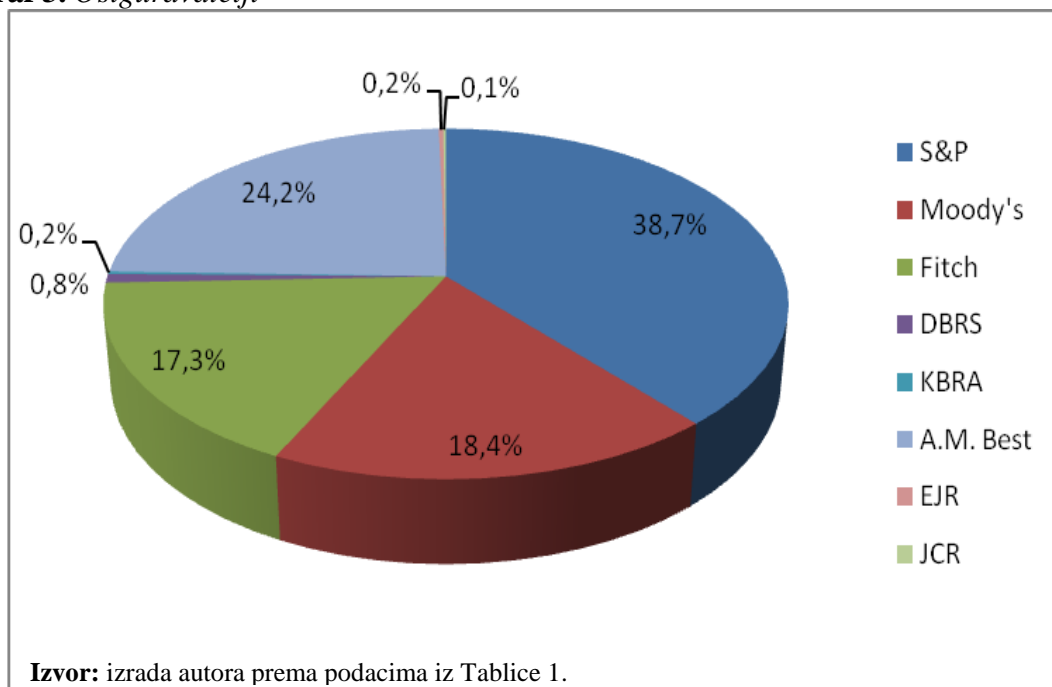
Graf 1. Ukupan broj dodijeljenih rejtinga



Iz Grafa 1. može se isčitati da su tri najveće agencije zajedno dodijelile oko 97% svih dodijeljenih rejtinga što samo potvrđuje njihovu kvalitetu i premoć nad ostalim agencijama.

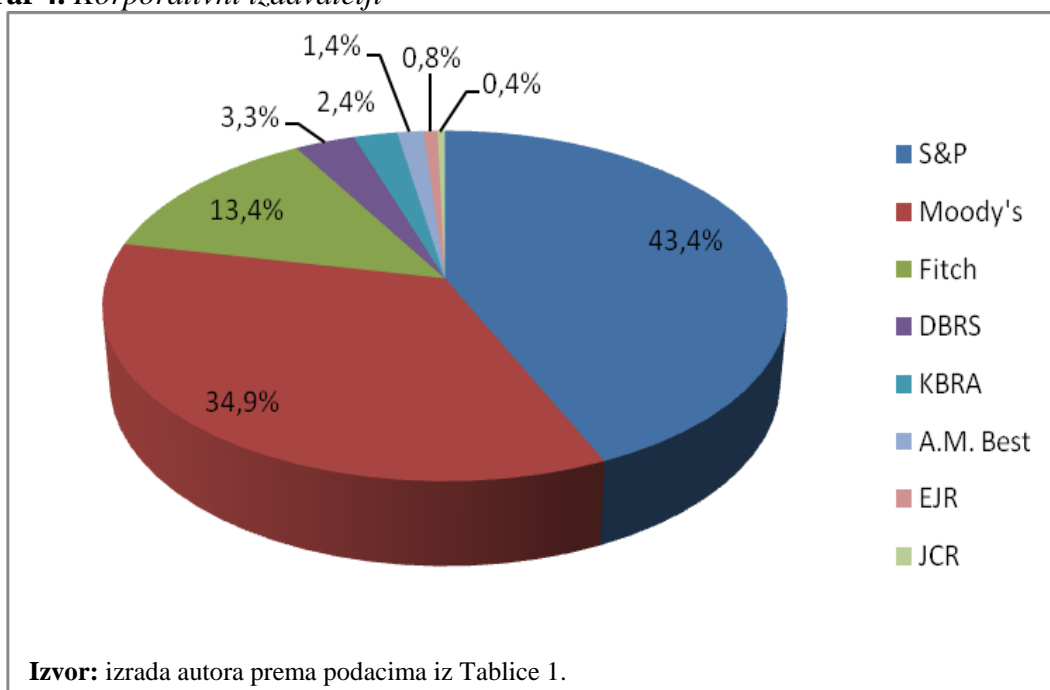
Graf 2. Financijske institucije

Graf 2. prikazuje postotak dodijeljenih ocjena financijskim institucijama diljem svijeta. 30,8% (oko 59.000 rejtinga) od ukupnog postotka je dodijelila agencija S&P, slijede ju agencije Moody's sa skoro 28% dodijeljenih rejtinga te agencija Fitch sa 26% dodijeljenih ocjena. Od ostalih agencija koje su izdale neke ocjene su DBRS i KBRA.

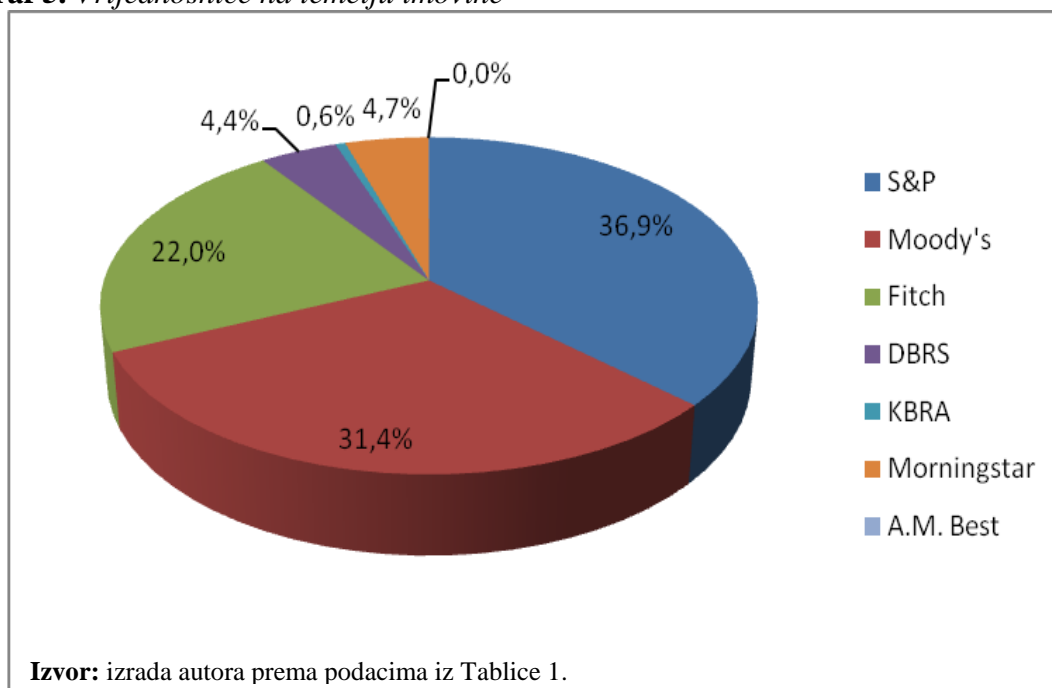
Graf 3. Osiguravatelji

Prema postocima u Grafu 3. najviše kreditnih rejtinga osiguravateljima je izdala je agencija S&P, gotovo 39%. Zanimljiva je činjenica da se na drugom mjestu (24,2% izdanih rejtinga) nalazi agencija A.M. Best iz SAD-a koja se više fokusira na osiguravateljsku industriju nego na ostale institucije na tržištu, za razliku od ostalih kreditnih agencija. Krug izdanih rejtinga osiguravateljima zatvaraju Moody's i Fitch agencije.

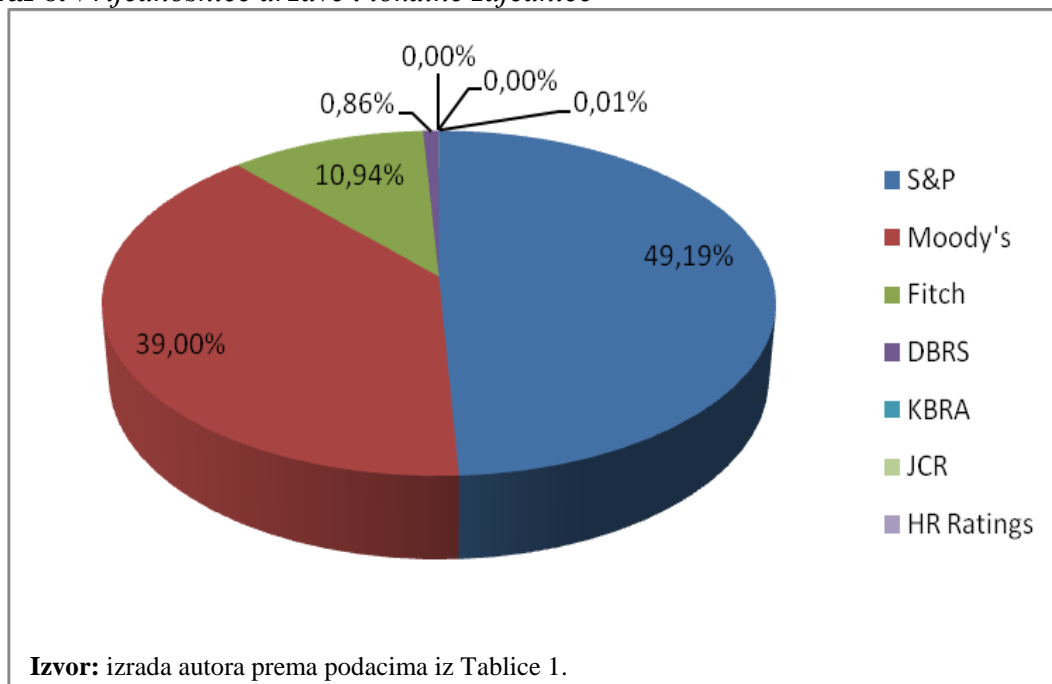
Graf 4. Korporativni izdavatelji



Kod izdanih ocjena korporacijama, prema Grafu 4. najviše je ocjena izdala agencija S&P sa 43% što predstavlja brojku od skoro 50.000 izdanih ocjena. Za gotovo 8% manje u odnosu na S&P slijedi agencija Moody's sa izdanih 40.000 ocjena što zauzima postotak od 35% te agencija Fitch, koja prelazi prag veći od 10% izdanih ocjena, sa postotkom od 13,4% od ukupnog postotka izdanih ocjena. Iako u jako malom postotku izdanih rejtinga, valja spomenuti i agencije DBRS i KBRA.

Graf 5. Vrijednosnice na temelju imovine

Graf 5. prikazuje postotak izdanih ocjena vrijednosnica na temelju prijavljene imovine različitih subjekta. Sa 37% vodi agencija S&P, slijede agencije Moody's sa 31,4% te agencija Fitch sa 22% izdanih ocjena. Na ovom grafu se još ističu i agencije Morningstar i DBRS.

Graf 6. Vrijednosnice države i lokalne zajednice

Graf 6. zorno i najuvjerljivije prikazuje položaj i moć samih agencija kada su u pitanju izdane ocjene vrijednosnica državne i lokalne zajednice. Sa gotovo 50% izdanih ocjena na vrijednosnice, od ukupnog postotka, odnosi agencija S&P koja se potvrđuje kao najbolja kreditna agencija. Na drugom mjestu je prati agencija Moody's sa 39% izdanih ocjena. Na trećem mjestu nalazi se Fitch koji sa samo 11% izdanih ocjena sve više zaostaje za vodećom dvojicom.

4.4.1. *Standard & Poor's agencija*

Standard & Poor's osnovana je 1860. te je tvrtka kćer multinacionalne kompanije McGraw Hill od 1966. godine koja ima sjedište u New Yorku. Vodeća je svjetska nezavisna kreditna agencija s tradicijom većom od 150 godina i glavni svjetski izvor neovisnih kreditnih rejtinga, raznih financijskih pokazatelja (Bajo, Penava, 2012). Posjeduje urede u 23 države svijeta. S&P 500 burzovni indeks je najviše praćeni indeks koji je 2012. godine indeksiran blizu 5 trilijuna dolara. Procjene parametara koje navodi Standard & Poor's, ključni za procjenu kreditnog rejtinga su ekonomski (sposobnost vraćanja obveza na vrijeme i u funkciji je kvalitativnih i kvantitativnih čimbenika), politički (suvremena država sama može vratiti dug), parametri fiskalne i monetarne politike i teret duga, ali i ostali parametri koji su vidljivi u Tablici 5. a potrebni su kod dodjele ocjena (Elkhoury, 2008).

Tablica 5. Metodološki profil države

POLITIČKI RIZIK <ul style="list-style-type: none"> • Stabilnost i legitimnost političkih institucija • Sudjelovanje u političkim procesima <ul style="list-style-type: none"> • Nasljeđivanje vodstva • Transparentnost u donošenju ekonomskih odluka <ul style="list-style-type: none"> • Sigurnost države • Geopolitički rizik 	DOHODAK I EKONOMSKA STRUKTURA <ul style="list-style-type: none"> • Prosperitet, raznolikost i stupanj tržišno orijentiranog gospodarstva <ul style="list-style-type: none"> • Nejednakosti u dohotku • Učinkovitost financijskog sektora u posredovanju i pristupačnost kredita <ul style="list-style-type: none"> • Učinkovitost javnog sektora • Protekcionizam i ostale ne-tržišni utjecaji <ul style="list-style-type: none"> • Fleksibilnost radne snage
PERSPEKTIVA EKONOMSKOG RASTA <ul style="list-style-type: none"> • Veličina i struktura štednje i investicija <ul style="list-style-type: none"> • Stopa gospodarskog rasta 	FISKALNA FLEKSIBILNOST <ul style="list-style-type: none"> • Trendovi u kretanjima prihoda, rashoda, suficita ili deficita države • Sposobnost povećanja prihoda i fleksibilnost <ul style="list-style-type: none"> • Obveze za mirovine
OBVEZE OPĆE DRŽAVE	VANJSKE I POTENCIJALNE OBVEZE

<ul style="list-style-type: none"> • Bruto i neto dug opće države kao postotak BDP-a <ul style="list-style-type: none"> • Udio prihoda na kamate • Valutna struktura • Dubina lokalnih tržišta kapitala 	<ul style="list-style-type: none"> • Veličina poduzeća nefinancijskog sektora <ul style="list-style-type: none"> • Otpornost financijskog sektora
MONETARNA FLEKSIBILNOST <ul style="list-style-type: none"> • Cjenovno ponašanje u ekonomskim ciklusima <ul style="list-style-type: none"> • Novčana i kreditna ekspanzija • Usklađenost deviznog tečaja • Institucionalni faktori kao neovisnost centralne banke • Raspon i efikasnost monetarnih ciljeva 	EKSTERNA LIKVIDNOST <ul style="list-style-type: none"> • Utjecaj fiskalne i monetarne politike na vanjske račune <ul style="list-style-type: none"> • Struktura tekućeg računa • Kompozicija kapitalnih tokova • Adekvatnost rezervi
OBVEZA VANJSKOG DUGA <ul style="list-style-type: none"> • Vanjski dug sa depozitima i strukturirani dug <ul style="list-style-type: none"> • Teret otplate duga 	

Izvor: Elkhoury, M. (2008). „CREDIT RATING AGENCIES AND THEIR POTENTIAL IMPACT ON DEVELOPING COUNTRIES“, No. 186, 5

4.4.2. *Moody's Investors Service*

Moody's Investors Services je tvrtka kćer korporacije Moody's Corporation koja ima sjedište u New Yorku. Ocjene i analize pokrivaju više od 130 zemalja svijeta, 11.000 korporativnih izdavatelja, 21.000 javnih financijskih izdavatelja, 76.000 strukturiranih financijskih obveza. Prihod u 2014. godini im je iznosio 3.3 milijarde dolara. Zapošljavaju oko 10.000 ljudi diljem svijeta u 33 države (<https://www.moodys.com/Pages/atc.aspx>)

4.4.3. *Fitch Ratings Inc.*

Fitch Ratings Inc. je osnovana 1913. godine. Većinski vlasnik je poduzeće Fimalac koje ima sjedište u Parizu. 20% Fitch grupe je u vlasništvu Fimalaca, a preostalih 80% Hearst Corporationa (<http://www.fimalac.com/strategic-focus.html>). Fimalac čine dva poduzeća u financijskom sektoru objedinjeni pod imenom Fitch grupa. Bila je prva agencija koja je 1975. godine bila priznata od Komisije za vrijednosne papire kao nacionalna statistička rejting organizacija. Posluje u više od 30 zemalja svijeta (Bajo, Penava, 2012).

4.5. Vjerodostojnost kreditnih rejting agencija

Agencije ističu da je procjena kreditnog rejtinga njihov subjektivni dojam, što nije provjerljivo od strane sudova. Šteta nastala zbog pogreške rejting agencije, nije dio ugovora o danoj ocjeni te nije moguća provedba možebitnog sudskog spora. Ne postoje pravni mehanizmi za ovlaštenje procjena kvalitete rejting agencija, vrijednost financijskog rejtinga je poticaj agencijama da izgrade reputaciju i ugled kod financijske zajednice. Time dobivaju snažan poticaj koji dovodi do održivog prijenosa informacija. U posljednjih desetak godina rast ugleda agencija nastoji osigurati interese za proizvodnju visoko kvalitetnih financijskih informacija. Stoga je njihov uspon klasičan primjer evolucije zbog odsutnosti ili izostanka državne intervencije. Kritični elementi koji se spominju su:

- **Snaga bez odgovornosti** – uloga rejting agencija nije usmjerena na ulogu pasivnog promatrača. One imaju utjecaj na vodstvo managementa, s činjenicom da su u mnogim zemljama agencijsko procjenjivanje vrijednosti dio propisa financijskog tržišta. Tržišni igrači sa velikim autoritetom koji nisu odgovorni nikome, moraju biti svjesni određenog nepovjerenja
- **Pristranost** – postoje naznake gdje su kreditne agencije rijetko dodijelile različite procjene istim subjektima. Javlja se mogućnost dosluha ili skladnosti što može dovesti do gubitka informacija. A dužnici nemaju pravo dobiti izmjene ako smatraju da su neadekvatno ocijenjeni.
- **Sociokulturna pristranost** – postoje sumnje da procjene angloameričkih vodećih agencija podliježu sociokulturnim pristranostima jer diskriminiraju izdavatelje koji ne slijede angloamerički ideale u managementu i način na koji se rade financijski izvještaji.
- **Kazna „neposlušnih“ tvrtki** – agencije predaju ocjene čak i kad nema određenog vodstva tvrtki jer postoje dokazi iz prošlosti da su agencije bile diskriminirane od strane izdavatelja jer nisu zatražili ocjenu te nisu morali platiti uslugu agenciji (Kuhner, 2001).

Osim sumnji, i netransparentnost kreditnih rejting agencija je način na koji one funkcioniraju jer u posebnim odborima samih agencija sjedi i do 20 ljudi koji ovise o svakoj državi. Svaka država ima posebnog političara, bez obzira da li je on bivši bankar ili analitičar koji najčešće dolazi s Wall Streeta, ili je pak novinar ili ekonomist. Promatrajući službene statistike i izvore sastavljaju svoje izvještaje koji se predstavljaju odborima svake države pojedinačno. Tada najviše ispaštaju države o čijoj je sudbini riječ. Smatralo se nekad da su bonitetne agencije koristile i kao pomoć investitorima kojima bi objektivnim procjenama i informacijama o kreditnoj sposobnosti kompanija, banaka ili država olakšavale posao, one su danas predstavljene kao sive eminencije Wall Streeta i imaju direktnu ulogu diktiranja prilika na financijskim tržištima, odnosno izravno stvaraju financijske krize. Postavlja se pitanje da li one i danas uzrokuju i da li će uzrokovati buduće krize. Tri velike kreditne agencije nisu nadnacionalne i neovisne. Riječ je o financijskim društvima koji posluju na tržišnim principima, ali zasad nemaju pravu konkurenciju na financijskom tržištu, nego uživaju u statusu monopolista (<http://www.novolist.hr/Vijesti/Gospodarstvo/Tko-su-zapravo-S-P-Fitch-i-Moody-s-kreditne-agencije-koje-odlucuju-o-sudbini-svijeta>).

4.6. Metodologija i simboli kreditnog rejtinga države

Ne postoji univerzalna formula koja služi da bi se odredio kreditni rejting ocjene jer osim objektivne procjene raznih financijskih i ekonomskih pokazatelja postoji i subjektivna procjena. Kada se donosi određena ocjena sudjeluju i financijski i poslovni rizici. Agencije kao rezultat dobivaju alfanumeričke simbole (Tablica 6.) koji prikazuju rizik vrijednosnih papira izdavatelja. Dobiveni rejting koji nastaje razlikuje se po rizičnosti i kvaliteti na investicijski ili podinvesticijski stupanj. Da bi kreditni rejting bio što detaljniji, dodane su oznake plus i minus. Simbolima se 2000. godine dodao i pokazatelj „outlook“ koji pokazuje moguće trendove promjena kreditnog rejtinga države. On može imati oznaku pozitivan, stabilan ili negativan te se odražava na rok od jednog do tri mjeseca (Bajo, Penava, 2012). Rejting agencije koriste razne čimbenike od kojih su najvažniji makroekonomija i rast, javne financije, dug i vanjske financije. Kod makroekonomije i rasta Fitch se služi podacima kao što su BDP, BDP po stanovniku, dosljednost fiskalne i monetarne politike, konkurentnost gospodarstva. Moody's koristi BDP po stanovniku i ekonomiju obujma dok Standard & Poor's koristi stopu

ekonomskog rasta, veličinu i strukturu štednje i investicija, novčanu i kreditnu ekspanziju. Javne financije Fitch ocjenjuje kroz imovinu, omjer prihoda i BDP-a, dinamiku javnog duga kroz srednji rok i financijsku fleksibilnost. Moody's ocjenjuje javne financije kroz rezanje troškova države i povećanje poreza ili kroz prodaju imovine, dok Standard & Poor's prati stavke prihoda i troškova, veličinu nefinancijskih poduzeća javnog sektora, suficit i deficit države. Dug kod Fitch-a se procjenjuje kroz stopu rasta i strukturu javnog duga, dospijeće i strukturu valute stranih obveza i imovine. Moody's ocjenjuje razinu duga, kamate, prihode, dinamiku duga. Standard & Poor's prate bruto i neto dug, dug i lokalna tržišta kapitala. Vanjske financije se ocjenjuju kroz kapitalne tokove, udjel tekućeg outputa u pokriću vanjskog duga i adekvatnost rezervi kod Fitch-a, dinamika bilance plaćanja i devizne rezerve kod Moody's-a te utjecaj monetarne i fiskalne politike na vanjske račune, strukturu tekućeg računa, strukturu kapitalnih tokova i adekvatnost rezervi kod agencije Standard & Poor's. Na ocjenu kreditnog rejtinga utječe i rezultat pregovora sa vodstvom izdavatelja i subjektivna procjena analitičara agencije (Pavković, Vedriš, 2011).

Tablica 6. Simboli kreditnih rejtinga najvećih agencija

		MOODY'S		STANDARD & POOR'S		FITCH		OPIS
Investicijski razred rejtinga		Dugi rok	Kratki rok	Dugi rok	Kratki rok	Dugi rok	Kratki rok	
	Aaa	/	AAA	/	AAA	/		Najviša kreditna kvaliteta
	Aa1 Aa2 Aa3	Prime-1	AA+ AA AA-	A1+	AA+ AA AA-	F1		Visoka kreditna kvaliteta
	A1 A2 A3	Prime-2	A+ A A-	A1	A+ A A-	/		Snažna sposobnost plaćanja
	Baa1 Baa2 Baa3	Prime-3	BBB+ BBB BBB-	A2 A3	BBB+ BBB BBB-	F2 F3		Adekvatna sposobnost plaćanja Posljednji rejting u investicijskom razredu
Spekulativni razred rejtinga	Ba1 Ba2 Ba3	/	BB+ BB BB-	B	BB+ BB BB-	B		Zbog ekonomskih promjena razvija se spekulativni kreditni rizik
	B1 B2 B3	Not prime	B+ B B-	/	B+ B B-	/		Prisustvo visokog spekulativnog kreditnog rizika, nije pogodna za investiranje
	Caa1	/	CCC+	C	CC+	C		Visok rizik, sposobnost

	Caa2 Caa3		CCC CCC- CC		CCC CCC- CC		ovisi o povoljnim poslovnim odlukama, financijskim i ekonomskim uvjetima tržišta
	Ca, C	/	C, D	/	C, D	D	Najniža kategorija, nenaplativo

Izvor: Elkhoury, M. (2008). „CREDIT RATING AGENCIES AND THEIR POTENTIAL IMPACT ON DEVELOPING COUNTRIES“, No. 186, 5

4.7. Hrvatski kreditni rejting kroz povijest

Krajem 1996. godine tri najpoznatije svjetske agencije započele su proces ocjenjivanja kreditne sposobnosti Republike Hrvatske. Prvotno su zatražene kreditne ocjene agencija Standard & Poor's i Fitch, dok je agencija Moody's započela ocjenjivati bez posebnog zahtjeva Hrvatske. Sve tri agencije su vrlo pozitivno ocjenile političku stabilnost zemlje, njezinu ekonomsku politiku u razdoblju od 1991. do 1996. godine. Te ocjene su objedinile proces regulacije Hrvatske s vanjskim kreditorima i omogućile joj otvaranje međunarodnog tržišta (<http://www.mfin.hr/hr/godisnjaci-ministarstva>).

4.7.1. Dugoročna ocjena strane valute

Dugoročna ocjena valute predstavlja kreditni rejting prema kojemu se određuju kamatna stopa i uvjeti kod zaduživanja u stranoj (inozemnoj) valuti. 1997. godine kada je započelo ocjenjivanje (Tablica 7.), kreditne agencije Moody's (Baa3) i Standard & Poor's (BBB-) značajnije nisu mijenjale rejting Republike Hrvatske, dok je Fitch 1999. smanjio kreditni rejting sa BBB- na BB+. Agencija Moody's u razdoblju od 1997. do 2012. godine nije mijenjala svoj kreditni rejting, osim varijable *outlook* koja se 2002. godine promijenila iz negativnog u stabilni te 2007. i 2008. godine se outlook iz stabilnog promijenio u pozitivni da bi se 2009. vratio ponovno na razinu stabilnoga. Jedina promjena rejtinga od strane agencije Moody's dogodila se 2013. godine kada je rejting „pao“ s Baa3 na Ba1, odnosno iz investicijskog razreda u spekulativni razred. Kreditni rejting kod agencije Standard & Poor's nije se mijenjao sve do 2004. godine kada s razine BBB- raste na BBB, a outlook ostaje stabilan sve do 2009. kada dobiva negativni predznak. 2012. godine rejting pada sa BBB- (investicijski razred) na BB+ (spekulativni razred) s promjenom outlooka iz stabilnoga u negativni. Agencija Fitch je u početku mijenjala rejting sa BBB- ocjenom (1997. i 1998. godina) na BB+ 1999. i

2000. godine da bi ponovno 2001. promijenila rejting na BBB- sve do 2013. kada ga smanjuje na BB+. Outlook se u tom razdoblju mijenjao od stabilnog preko pozitivnog do negativnoga. Trenutno je na predznaku stabilni.

Tablica 7. *Dugoročna ocjena rejtinga Hrvatske u stranoj valuti*

GODINA	MOODY'S	S & P	FITCH
1997.	Baa3	BBB-	BBB-
1998.	Baa3	BBB-	BBB-
1999.	Baa3	BBB-	BB+
2000.	Baa3	BBB-	BB+
2001.	Baa3/ negativni	BBB-	BBB-
2002.	Baa3/ stabilni	BBB-/ stabilni	BBB-/ stabilni
2003.	Baa3/ stabilni	BBB-/ stabilni	BBB-/ pozitivni
2004.	Baa3/ stabilni	BBB/ stabilni	BBB-/ pozitivni
2005.	Baa3/ stabilni	BBB/ stabilni	BBB-/ stabilni
2006.	Baa3/ stabilni	BBB/ stabilni	BBB-/ stabilni
2007.	Baa3/ pozitivni	BBB/ stabilni	BBB-/ stabilni
2008.	Baa3/ pozitivni	BBB/ stabilni	BBB-/ stabilni
2009.	Baa3/ stabilni	BBB/ negativni	BBB-/ negativni
2010.	Baa3/ stabilni	BBB-/ negativni	BBB-/ negativni
2011.	Baa3/ stabilni	BBB-/ negativni	BBB-/ negativni
2012.	Baa3/ stabilni	BB+/ stabilni	BBB-/ negativni
2013.	Ba1/ stabilni	BB+/ negativni	BB+/ stabilni

Izvor: Ministarstvo financija

4.7.2. Dugoročna ocjena domaće valute

Dugoročna ocjena prema Tablici 8. u domaćoj valuti gotovo je jednolična. Kod agencija Moody's i Standard & Poor's gotovo da se nije mijenjala od 1998. godine pa sve do 2008. odnosno 2009. kod S & P kada ocjene počinju padati te se taj pad nastavlja i dalje. Godine 2013. ocjene obje agencije nalaze se u spekulativnom investicijskom

razdoblju. Agencija Fitch je u početku smanjivala rejting sa A- preko BBB+ na BBB 2000. godine. Nakon toga rejting raste za jednu razinu (BBB+), zadržava se na toj razini sve do 2009. godine kada se smanjuje na razinu BBB. U 2013. godini pada za još jednu razinu te se zadržava na ocjeni BBB-. Sve te promjene koje nastaju 2009. godine nadalje posljedica su promjenjivih uvjeta na tržištu kapitala i globalne financijske krize (Bajo, Penava, 2012).

Tablica 8. Dugoročna ocjena rejtinga Hrvatske u domaćoj valuti

GODINA	MOODY'S	S & P	FITCH
1997	-	A-	A-
1998.	Baa1	BBB+	BBB+
1999.	Baa1	BBB+	BBB
2000.	Baa1	BBB+	BBB
2001.	Baa1	BBB+	BBB+
2002.	Baa1	BBB+	BBB+
2003.	Baa1	BBB+	BBB+
2004.	Baa1	BBB+	BBB+
2005.	Baa1	BBB+	BBB+
2006.	Baa1	BBB+	BBB+
2007.	Baa1	BBB+	BBB+
2008.	Baa2	BBB+	BBB+
2009.	Baa3	BBB	BBB
2010.	Baa3	BBB-	BBB
2011.	Baa3	BBB-	BBB
2012.	Baa3	BB+	BBB
2013.	Ba1	BB+	BBB-

Izvor: Ministarstvo financija

4.7.3. *Kratkoročna ocjena strane valute*

Kratkoročna ocjena strane valute (Tablica 9.) prema agenciji Moody's je P-3 (Prime-3) od početka pa sve do 2005. godine. Od 2006. godine raste za čak dvije razine na P-1 što predstavlja visoku kreditnu kvalitetu. Kod agencije Standars & Poor's od samoga početka ocjena je ista, A3, sve do 2012. godine kada pada na razinu spekulativnog razreda, to jest razinu B. Kod agencije Fitch, na samom početku ocjena je bila A3. Tada dolazi do promjene u skali, rejting je razine B (spekulativni razred), ali se od 2001. pa sve do 2012. održava na razini F3 (investicijski razred). U 2013. godini ponovno pada u spekulativni razred na razinu B.

Tablica 9. *Kratkoročna ocjena rejtinga Hrvatske u stranoj valuti*

GODINA	MOODY'S	S & P	FITCH
1997	P-3	A3	A3
1998.	P-3	A3	A3
1999.	P-3	A3	B
2000.	P-3	A3	B
2001.	P-3	A3	F3
2002.	P-3	A3	F3
2003.	P-3	A-	F3
2004.	P-3	A3	F3
2005.	P-3	A3	F3
2006.	P-1	A3	F3
2007.	P-1	A3	F3
2008.	P-1	A3	/
2009.	P-1	A3	/
2010.	P-1	A3	/
2011.	P-1	A3	/
2012.	P-1	B	/
2013.	/	B	B

Izvor: Ministarstvo financija

5. JAVNI DUG

Javni dug – riječi koje su u posljednje vrijeme postale popularnije od bilo čega drugoga te svakodnevno pune prostore svih medija.

5.1. Pojam javnog duga

Javni dug prema Zakonu o proračunu (NN,87/2008) je dug općeg proračuna u koji ulaze državni proračun, izvanproračunski korisnici, jedinice lokalne i područne samouprave. Državni dug se definira kao dug središnjeg proračuna. Ministarstvo financija je odgovorno za upravljanje javnim dugom jer Ministarstvo predlaže Vladi Republike Hrvatske najbolje oblike zaduživanja, vodi evidenciju dugova, izdanih jamstava i zajmova (Slika 2.). Ministar izdaje državne vrijednosne papire, potpisuje Ugovore o zaduživanju državnog proračuna, priprema izvještaje o stanju duga. Javni dug nastaje kada se javljaju potrebe za financiranje kapitalnih izgradnja, za pokrivanje tekućih rashoda države te radi potencijalnih obveza države u budućnosti.

Slika 2. Klasifikacija javnog duga



Izvor: Ljubišić, K. (2011). „Javni dug i fiskalna održivost Republike Hrvatske u razdoblju krize“

Prema Slici 2. javni dug je ovisan o šest grana. Najvažnija grana se odnosi na državni i javni dug. Nakon točnog određenog obuhvata duga, slijedi grana domaćih ili stranih kreditora. U rast javnog duga ulaze i grane ročnosti, valutne strukture te kamatne

stope. Posljednja grana koja se ubraja u javni dug je grana prema instrumentima zaduživanja.

5.2. Utjecaj na javni dug

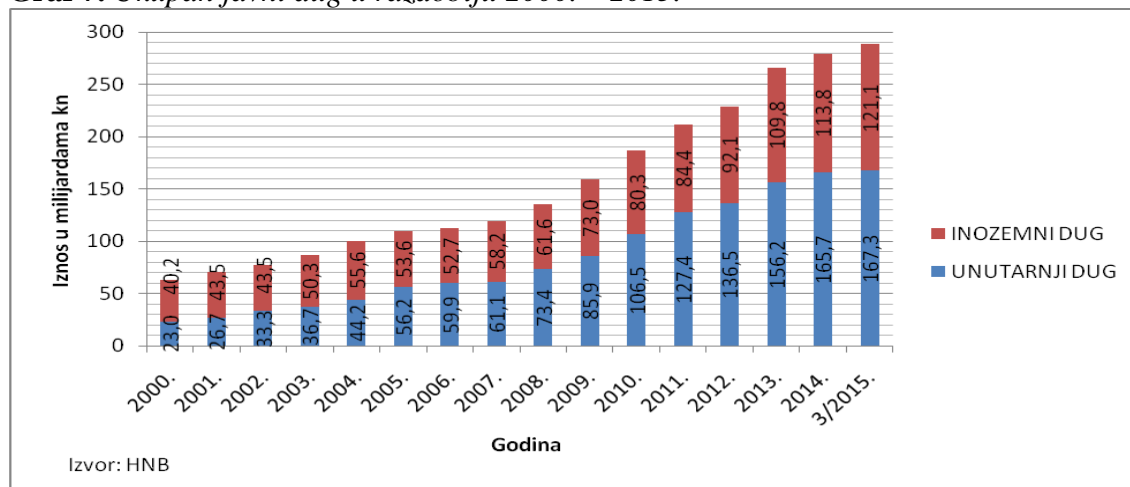
Osim deficita iz ranijih razdoblja, na javni dug imaju utjecaj i neki činitelji kao:

- **Promjena u gospodarskoj aktivnosti** - relativna visina javnog duga, to jest javni dug izražen u postotku BDP-a u ovisnosti je i o kretanju gospodarstva.
- **Promjene u uvjetnim obvezama** – država mora servisirati dug u ime institucionalnih jedinica van sektora države prema vjerovnicima na ime prethodno izdanog jamstva takvim jedinicama od strane države što izravno utječe na rast javnog duga
- **Kretanje tečaja** – javni dug se najčešće sastoji od državnih obveza denominiranih u različitim valutama. Promjena tečaja može imati utjecaj na povećanje ili smanjenje iznosa javnog duga u domaćoj valuti te njegovog udjela u BDP-u.
- **Kamatne stope** – kada je stopa rasta veća od realne stope tada se i uz nominalni porast cjelokupnog javnog duga udio u BDP-u smanjuje i obratno.

5.3. Iznos javnog duga

Javni dug Republike Hrvatske u posljednjih petnaest godina konstantno raste što je prikazano u Grafu 7.

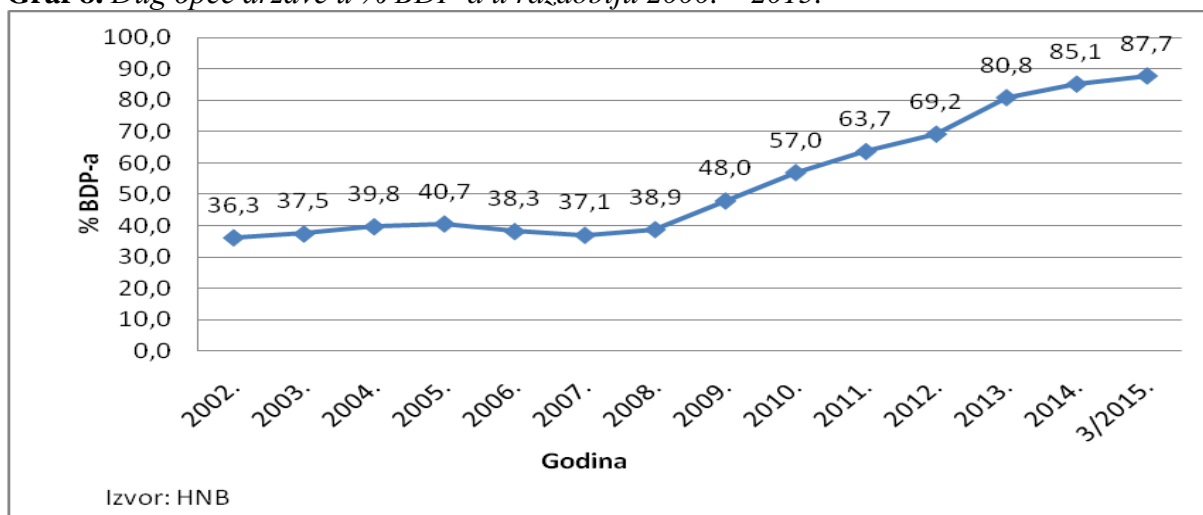
Graf 7. Ukupan javni dug u razdoblju 2000. – 2015.



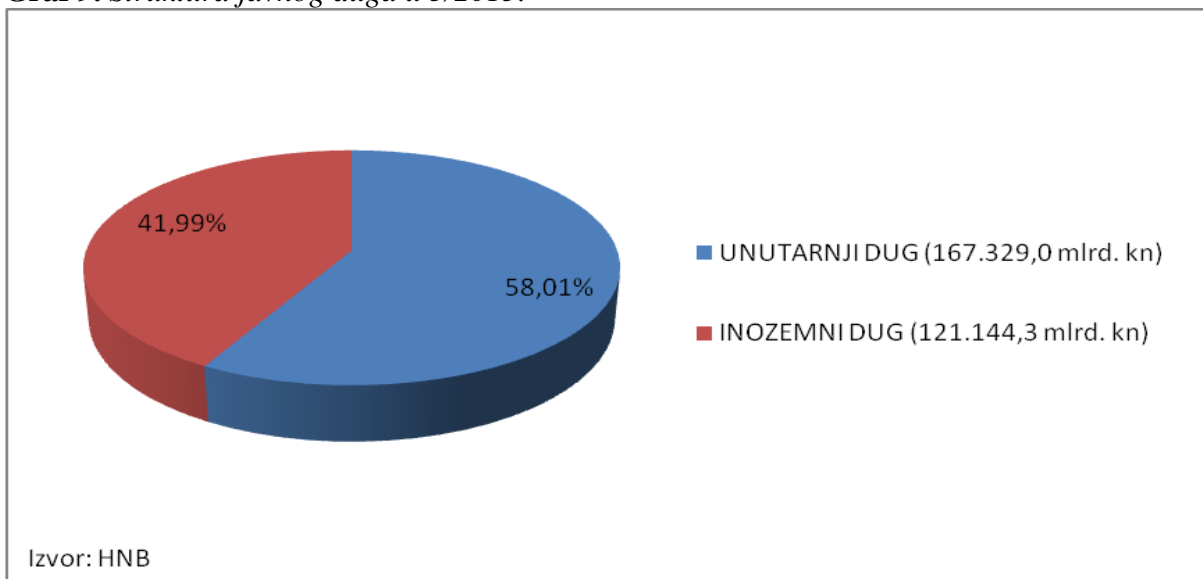
Javni dug prema podacima HNB-a za prvo tromjesečje 2015. godine iznosi 288.473,3 milijarde kuna što iznosi 87,7% BDP-a. Od ukupnog duga opće države 167,3 milijarde se odnosi na unutarnji dug središnje države dok se 121,2 milijarde odnose na inozemni dug države. Izdana jamstva središnje države iznose 7,4 milijarde gdje 4,3 milijarde otpada na inozemna jamstva, a 3,1 milijarda kuna otpada na domaća jamstva. Jamstva danu HBOR-u čine 60% domaćih jamstva koja iznose 1,9 milijarde kuna. Gledajući instrumente zaduživanja, 159,3 milijarde kuna pripada dugoročnim vrijednosnim papirima što je 55,2% ukupnog javnog duga. Obveze države prema kreditima iznose 107,1 milijardu kuna što je 37,1% ukupnog državnog duga. 7,8% ukupnog duga Republike Hrvatske u vrijednosti 22,4 milijarde kuna odnose se na kratkoročne vrijednosne papire (<http://www.hnb.hr/publikac/hpublikac.htm>). Prema trenutnim trendovima koji prate javni dug Republike Hrvatske, očekuje se da će on i dalje rasti te da bi mogao krajem godine dostići vrijednost od 88% BDP-a, a sljedeće godine čak i 90% BDP-a.

Grafovi od 8. do 10. prikazuju dug opće države te strukture javnog duga i državnih jamstva.

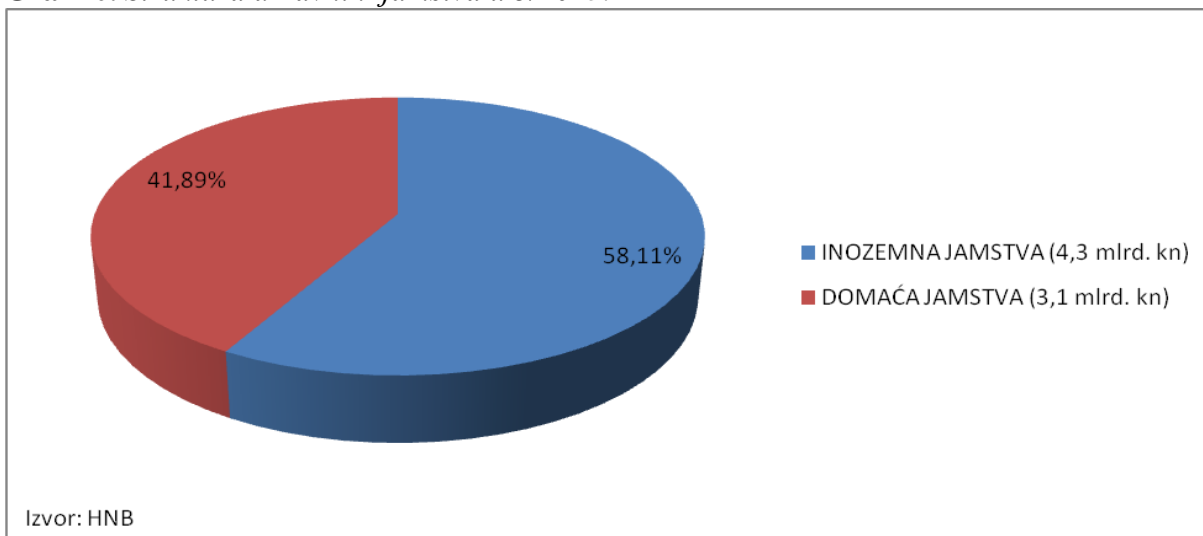
Graf 8. Dug opće države u % BDP-a u razdoblju 2000. – 2015.



Prema podacima iz Grafa 8. vidljivo je da je dug opće države u razdoblju od 2002. do 2008. imao blagu tendenciju rasta, da bi već 2009. godine naglo porastao i nastavio rasti sve do danas s pretpostavkama budućeg rasta.

Graf 9. *Struktura javnog duga u 3/2015.*

Graf 9. prikazuje strukturu javnog duga za prvi kvartal 2015. godine. Odnos unutarnjeg duga u odnosu na inozemni dug je u omjeru 58 naprema 42 te se očekuje da će se i dalje unutarnji dug povećavati u odnosu prema inozemnom dugu.

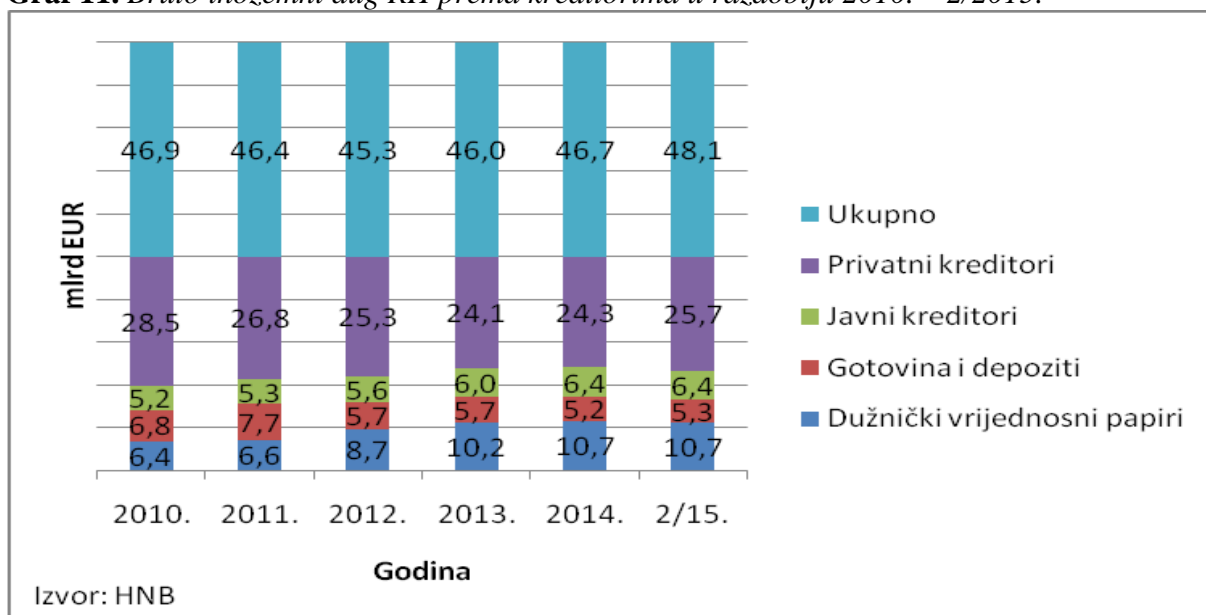
Graf 10. *Struktura državnih jamstva u 3/2015.*

Struktura državnih jamstva za prvi kvartal 2015. godine prikazana je u Grafu 10. 58% se odnosi na inozemna jamstva koja iznose 4,3 milijarde kuna, dok se 42% odnosi na domaća jamstva koja iznose 3,1 milijardu kuna od kojih je 1,9 milijardi kuna izdano HBOR-u.

5.4. Bruto inozemni dug

Inozemni dug prema bruto načelu jest stanje tekućih i bezuvjetnih obveza koje zahtijevaju plaćanje glavnice i/ili kamata koje dužnik rezident duguje nerezidentu u određenom trenutku. U skladu sa smjernicama Svjetske banke i Međunarodnog monetarnog fonda, HNB prati promet i stanje inozemne zaduženosti Republike Hrvatske te svoje izvještaje usklađuje s bruto načelom na osnovi dužničkih vrijednosnih papira izdanih na inozemnim tržištima, kredita neovisno o ugovorenom dospeljeću, depozita primljenih od strane osoba i trgovinskih kredita primljenih od stranih osoba s ugovorenim dospeljećem dužim od 180 dana, pa u stanje inozemnog duga počinje uključivati i nepodmirena stanja dospjelih i nedospjelih obračunatih kamata (Graf 11.) (<http://www.hnb.hr/publikac/hpublikac.htm>).

Graf 11. Bruto inozemni dug RH prema kreditorima u razdoblju 2010. – 2/2015.

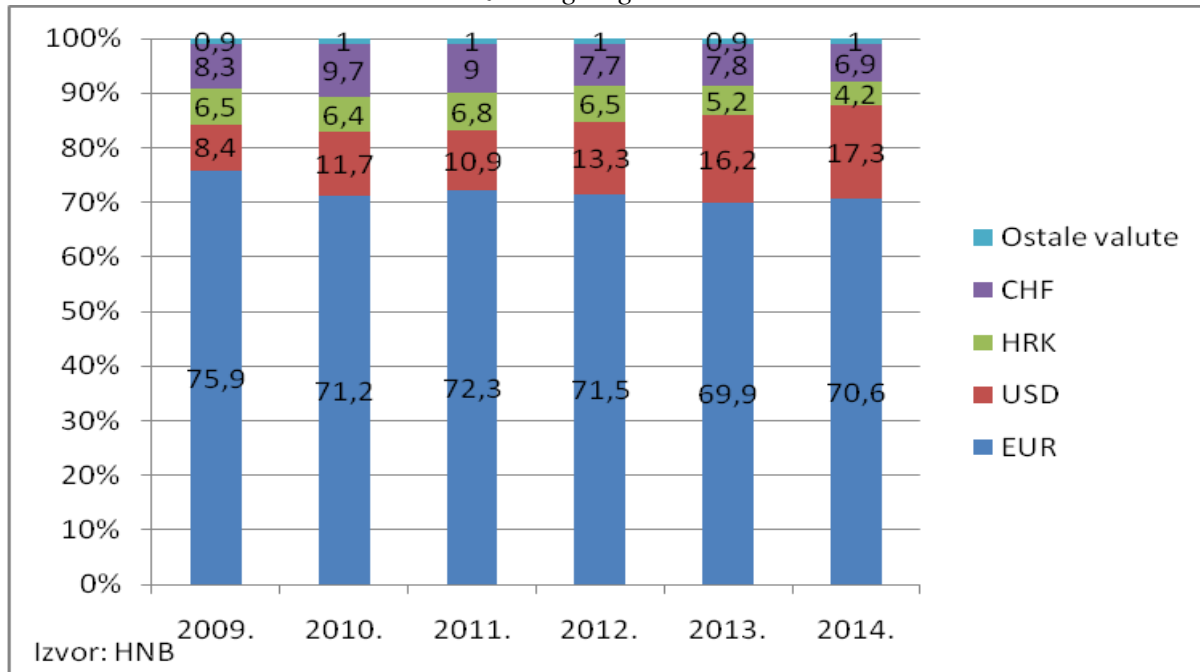


Prema podacima iz Grafa 11. u razdoblju od 2010. godine pa do drugog mjeseca 2015. godine od ukupnog bruto inozemnog duga RH, u prosjeku se gotovo jedna četvrtina duga odnosila na privatne kreditore, 9% u prosjeku na dug dužničkih vrijednosnih papira te ostatak na javne kreditore i gotovinu sa depozitima.

U valutnoj strukturi bruto inozemnog duga prikazano u Grafu 12., najviše prevladavaju obveze nominirane u eurima koje u 2014. godini iznose 70,6%, slijedi američki dolar koji bilježi rast u odnosu na 2013. godinu te iznosi 17,3%. Strukture u

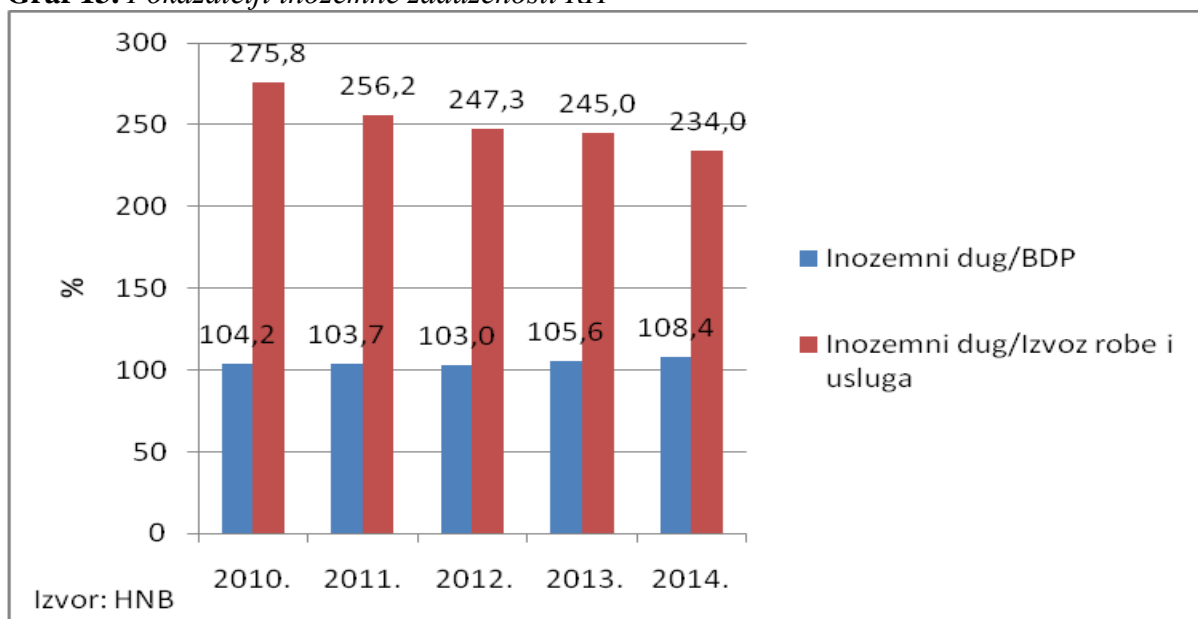
švicarskim francima i hrvatskim kunama se smanjuje najviše zbog razduživanja kreditnih institucija.

Graf 12. Valutna struktura bruto inozemnog duga RH



5.5. Inozemna zaduženost

Među glavne relativne pokazatelje inozemne zaduženosti neke zemlje pripadaju udio inozemnog duga u BDP-u i udio inozemnog duga u izvozu roba i usluga, a sve to je prikazano u Grafu 13. Obje mjere ukazuju na solventnost. Za ta se dva pokazatelja koriste kritične granice Svjetske banke kod kojih inozemni dug, ako prelazi 80% bruto nacionalnog dohotka ili prijeđe razinu od 220% vrijednosti njezina izvoza roba i usluga, smatra visoko zaduženom zemljom (<http://www.hnb.hr/publikac/hpublikac.htm>).

Graf 13. *Pokazatelji inozemne zaduženosti RH*

Prema podacima Grafa 13. inozemni dug u BDP-u ima blagi rast s daljnjom tendencijom rasta. Inozemni dug u izvozu roba i usluga, koji je dvostruko veći od inozemnog duga u BDP-u, bilježi pad s naznakama daljnjeg opadanja. Takve naznake govore da je Republika Hrvatska visosko zadužena zemlja.

5.6. Ciljevi za upravljanje javnim dugom

Ciljevi upravljanja javnim dugom mogu imati veliki utjecaj na institucionalni okvir i njegovo formiranje. Ciljevi za upravljanje javnim dugom su potrebe zadovoljavanja financijskih potreba uz podmirenje obveza, promicanje i razvoj domaćeg tržišta kapitala, postizanje najnižeg srednjoročnog i dugoročnog troška financiranja uz prihvatljivu razinu rizika. Također treba stabilizirati udio javnog duga u BDP-u, raditi na razvoju krivulje prinosa na domaćem i vanjskom tržištu te uvođenju mehanizma za zaštitu od valutnog rizika.

6. UTJECAJ FINANCIJSKE KRIZE NA REJTING OBVEZNICA

„Ono što znamo o globalnoj finansijskoj krizi je da ne znamo previše.“

Paul Samuelson

6.1. Utjecaj krize na obveznice

Financijska kriza koja je nastala kao posljedica ulaganja u vrijednosne papire u SAD-u zbog zablude da će cijene nekretnina rasti, samo je ubrzalo kolaps na finansijskom tržištu. Zbog toga promašaja kreditnih agencija, mogu se tražiti uzroci najgore finansijske krize još od Velike depresije. Naime, kreditne agencije su ocjenjivale vrijednosne papire najvišim ocjenama, a da isti nisu imali pokrića ili iskazane realne vrijednosti. Na finansijskim tržištima postoji postupak mjerenja rizika samih obveznica te kao rezultat nastane rejting obveznica. Rejting se formira u trenutku kada se obveznica emitira. Slabiji rejting znači i veći rizik, to jest investitorima se mora ponuditi veća kamatna stopa da bi se obveznica prodala i obratno. Šok koji je nastao na finansijskim tržištima samo je produbio nepovjerenje prema izdavateljima, smanjujući im mogućnost pojavljivanja i zaduživanja na globalnom tržištu te doveo do pada povjerenja u tržište kapitala. Rejtinzi obveznica su naglo počeli opadati, gubili su na vrijednosti te je nastala šteta za čiji su oporavak potrebne godine.

6.2. Pojam riječi kriza

Riječ „kriza“ (κρίσις) potječe iz grčkog jezika, a znači „procjena“ ili „odluka“ (<https://bs.scribd.com/doc/77035510/zavr%C5%A1ni-rad-krize>). Financijska kriza je proces kod kojeg dolazi do općeg pada tržišne cijene finansijskih instrumenata koji se nalaze na određenom tržištu zbog povećane ponude u odnosu na potražnju. Sve to dovodi do pada cijena vrijednosnih papira na duži rok jer investitori nemaju sredstva ili više ne žele ulagati u vrijednosne papire. Financijske krize rezultiraju padom gospodarske aktivnosti što dovodi do sprečavanja normalnog funkcioniranja finansijskog tržišta, to jest smanjenje proizvodnje roba i usluga, gomilanje istih na tržištu zbog čega gube na svojoj vrijednosti. Novac koji je usko vezan uz sve to također gubi svoju vrijednost u odnosu na stranu valutu (<http://www.psinvest.rs/sr/merderi>). Raymond Smith definira finansijsku krizu kao „oštro, kratko i ultraciklično pogoršanje svih ili većine parametara kao što su kamatne stope, cijene dionica i nekretnina, što

rezultira komercijalnom insolventnošću i stečajevima finansijskih institucija“ (http://www.poslovni.hr/media/PostAttachments/929823/fin_FINANCIJSKE%20KRIZ E.pdf).

6.3. Obilježja krize

Neka od najvažnijih obilježja koja se odnose na krize su (<https://bs.scribd.com/doc/77035510/zavr%C5%A1ni-rad-krize>):

- **Neočekivanost** - iako postoji mogućnost naznaka buduće krize, one se ne mogu u potpunosti predvidjeti niti se na njih može utjecati
- **Nespremnost** – nepouzđano i kompleksno okruženje za kvalitetna odlučivanja
- **Vremenski pritisak** – donošenje odluka brže nego inače u uvjetima nespremnosti
- **Sveprisutnost** – pogađa svaku organizaciju (profitnu, neprofitnu, državnu, privatnu,...)
- **Upravlјivost** – može se imati utjecaj u većoj ili manjoj mjeri
- **Procesni karakter** – ima svoj početak, razvojni dio, vrhunac i vremensko ograničenje

6.4. Izvori kriza

Najbolja je podjela uzroka krize na unutarnje i vanjske uzroke. Unutarnje uzroke, koji predstavljaju srž same organizacije i na koje se može utjecati, čine (<https://bs.scribd.com/doc/77035510/zavr%C5%A1ni-rad-krize>):

- **loša organizacija**
 - **nerealnost postavljenih ciljeva**
 - **nestručnost vodstva i**
 - **nedovoljna osposobljenost**
-

Vanjske uzroke na koje nije moguće u velikoj mjeri utjecati a nastaju u samom okruženju organizacije su (<https://bs.scribd.com/doc/77035510/zavr%C5%A1ni-rad-krize>):

- **globalna ekonomska kriza**
- **brojne političke i zakonodavne promjene**
- **prirodne nesreće**

Ako se pogleda malo dublje, uzroke je moguće tražiti na **mikro** razini koju sačinjava najmanje jedan pojedinac kod kojeg može iznjedriti neka greška koja će u budućnosti dovesti do nove krize. Sljedeća je **srednja** razina u čijem se centru nalaze organizacijski čimbenici i procesi koji mogu biti potencijalni izvori krize. Posljednja razina iz koje se može promatrati izvor nove krize je **makro** razina gdje će veliki sistemi proizvesti katastrofu kod koje će rezultat biti kombinacija opasnog potencijala, tehničke složenosti i čvrste povezanosti (<https://bs.scribd.com/doc/77035510/zavr%C5%A1ni-rad-krize>).

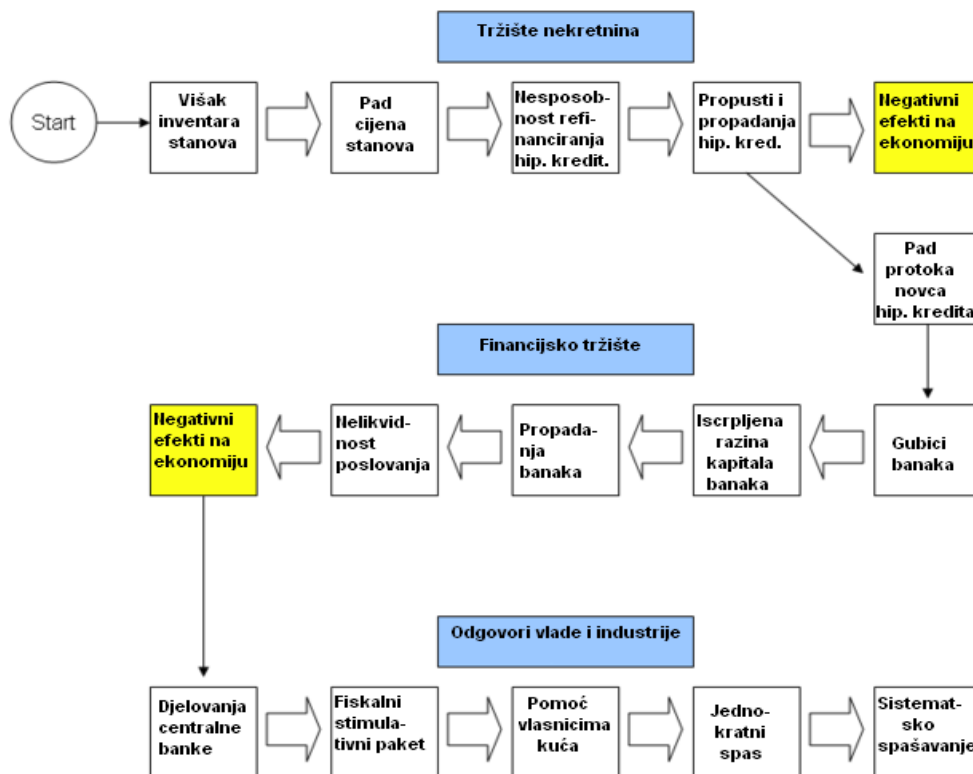
6.5. Kratki povijesni pregled kriza

Kroz povijest krize su nastajale zbog gladi, novca, bolesti,... Ali i tada su postojale tehničke inovacije koje su u Kini dovele do pojave mjenica kao instrument koji je služio kao sigurnost kod prijenosa novca na duže udaljenosti. Kasnije se na području Perziji javljaju papirnati novci da bi se obavljale transakcije. Prva poznata kriza koja se pojavila je 1440. godine kada je Gutenberg izumio tiskarski stroj što je dovelo do širenja pismenosti, kulture i duhovnosti a loše utjecalo na Benediktince kojima je prepisivanje knjiga bio jedini način zarade i tako stavio u neizvjesnost njihovu egzistenciju. U Italiji obitelj Medici u 15. stoljeću osniva financijsku instituciju ali ubrzo propadaju. U 17. stoljeću Genova je bila središte za trgovinu zlatom i srebrom iz Amerike, ali Nizozemci preuzimaju monopol u plovnom putu prema Americi, a Genova propada. Nakon toga u Amsterdam dolazi prvi tulipan iz Turske koji je postao predmet trgovanja te je dosegao nerealnu cijenu, nestalo je novih kupaca, daljnjeg rasta nije bilo i javila se panika i naposljetku slom (<https://www.scribd.com/doc/261363773/Povijest-gospodarskih-kriza>). Krajem 18. stoljeća zbog nestanka zlata u Engleskoj javlja se

velika deflacija i recesija od tri godine. Zbog prsnuća špekulativnih mjehura koji su bili vezani za vrijednosnice i valute dovelo je do konačnog financijskog sloma Londona kao središta jer su se javili i veliki izdaci za financiranje kolonija koje nisu davale prihoda (Reider, 2010). Slična se financijska kriza dogodila i u Washingtonu gdje su privatni bankari izdavali mjenice koje su dovele do inflacije. Kriza je potaknula novu financijsku politiku koja je dovela do ekonomskog napretka, a dolar je postao najvažnija valuta međunarodne razmjene. Nakon prvog svjetskog rata javlja se rad na linijskoj traci gdje su plaće nakon određenog vremena počele rasti što je utjecalo na „Veliku gospodarsku krizu“ kada su ljudi počeli kupovati nekretnine zadužujući se kreditima. Potražnja je podigla cijene, Amerika se zaduživala i banke su počele propadati. Naftna kriza dovela je do pada dolara i cijene nafte, ali tehnološka dostignuća će dovesti do razvoja financijskih sustava i proizvodnosti, a na kraju i gospodarstva.

6.6. Posljednja financijska kriza

„Najmlađa“ kriza kreće iz Amerike gdje su banke i štedionice morale kreditirati nesolventne stranke. Tako lako dostupni krediti za najsiromašnije stanovnike dovelo je do rasta potražnje. Nastali su visokorizični ugovori koji su se rješavali sekuritizacijom. Nastale su ustanove koje su razbijale potraživanja na manje dijelove i grupirale ih prema stupnju rizika te su se nudile u obliku obveznica, skrivajući rizičnost koja je dovela do posljednje krize. Kriza se javila na američkom tržištu nekretnina, gdje Slika 3. prikazuje njezin tijek, pa se proširila cijelim svijetom te je prerasla u gospodarsku, društvenu ali i političku (Reider, 2010).

Slika 3. *Tijek kretanja financijske krize u SAD-u*

Izvor: Demiter Reider, G. (2010) „Financijske krize – prijašnje i sadašnja“, *Financijski klub*, 2-3

Slika 3. prikazuje tijek, posljedice i rezultate krize koje je pogodila prostor SAD-a. Javili su se problemi na dva područja i to u području nekretnina i području financijskog tržišta. Dok su se na tržištu nekretnina skupljali stanovi koji se nisu mogli prodati, smanjujući im tako vlastitu vrijednost te nemogućnost refinanciranja izdanih hipotekarnih kredita, na financijskom su se tržištu počeli akumulirati veliki gubici kod banaka koje su zbog nesolventnosti počele propadati. Tada se javlja država sa središnjom bankom koje su preuzele „stvar u svoje ruke“ i uz pomoć raznih mjera započela spašavati banke i tržišta.

7. ZAKLJUČAK

Državni vrijednosni papiri, posebno državne obveznice, imaju jednu od presudnih uloga u stvaranju financijskih tržišta na koji veliki utjecaj imaju agencije za dodjelu kreditnog rejtinga. Njihova uloga je sve veća, važnija i traženija. Iako bi rejting agencije trebale biti neovisne i objektivne da bi potencijalni investitori mogli ulagati u vrijednosne papire, one su u posljednje vrijeme postale predmet preispitivanja donesenih odluka i ocjena zbog činjenice da su tri najvažnije kreditne rejting agencije Standard & Poor's, Moody's i Fitch smještene na području Sjedinjenih Američkih Država te na taj način pogoduju svim američkim tvrtkama, institucijama i investitorima nauštrb ostatka svijeta. Zbog toga se postavlja pitanje da li su agencije danas zapravo vjerodostojni pokazatelj prilika na financijskim tržištima te da li agencije danas, ali i da li će u budućnosti, uzrokovati financijske krize. Točnog odgovora na to pitanje još nema jer zasad još nemaju pravu konkurenciju na financijskim tržištima te uživaju u statusu monopolista. Financijsko tržište važan je subjekt svake nacionalne ekonomije. Bilo dovoljno ili nedovoljno razvijeno, utječe na javni dug države i njezino financiranje. Iako kreditne agencije imaju svoje prednosti i mane, nisu direktno krive za lošu državnu politiku određene zemlje koja svojim lošim političkim potezima i lošim managementom uz negativne posljedice bankarske i globalne financijske krize dovode do rasta duga opće države, pa su potrebe za zaduživanjem sve češći način za „krpanje rupa u proračunu“ što predstavlja veliku prijetnju državnom gospodarstvu i dovodi u pitanje njegovu stabilnost.

Javni dug Republike Hrvatske je sve veći i sve teže ga je otplaćivati pa predstavlja teret za buduće naraštaje. Potrebno je provoditi fiskalnu konsolidaciju, smanjiti razinu deficita proračuna te smanjiti i/ili ukinuti razne namete da bi se prvo stvorili zdravi temelji a kasnije uvjeti za normalno funkcioniranje države bez dodatnog zaduživanja za potrebe pokrića tekućih financijskih problema, već zaduživanje kao način ulaganja, ne samo u gospodarski rast i razvoj, već i u ostale sfere života.

8. LITERATURA

Knjige:

1. Bujan, I. (2014). Poslovne financije [skripta]. Čakovec, Međimursko veleučilište u Čakovcu
2. Klačmer Čalopa, M.; Cingula, M. (2009). Financijske institucije i tržište kapitala. Varaždin, Fakultet organizacije i informatike, Varaždin
3. Foley, B. (1991). Tržište kapitala. Zagreb, Mate d.o.o.
4. Jakovčević, D.; Jolić, I. (2013). Kreditni rizik. Zagreb, RRIF-plus
5. Orsag, S.; Dedi, L. (2014). Tržište kapitala. 1. izd. Zagreb, Alka script
6. Vidučić, Lj. (2012). Financijski menadžment. 8. nepromijenjeno izdanje. Zagreb, RRIF-plus

Članci:

1. Bajo, A., Penava, J. (2012.) „Kreditne rejting agencije i kreditni rejting države“, *Financije*“, Riznica 1/2012, 45-57
2. Elkhoury, M. (2008). „CREDIT RATING AGENCIES AND THEIR POTENTIAL IMPACT ON DEVELOPING COUNTRIES“, No. 186, 5
3. Kuhner, C. (2001) „Financial rating agencies: are they credible?, *Schmalenbach Business Review*, vol. 53, 1-4
4. Pavković, A., Vedriš, D. (2011): „Redefiniranje uloge agencija za kreditni rejting u suvremenom financijskom sustavu“, *Ekonomika misao i praksa*, BR. 1, 225-250
5. Demiter Reider, G. (2010) „Financijske krize – prijašnje i sadašnja“, *Financijski klub*, 2-3

Internet:

1. Bundalo, M.; Krize i krizno komuniciranje.
<https://bs.scribd.com/doc/77035510/zavr%C5%A1ni-rad-krize> (07.07.2015.)
2. Cantor, R., Packer, F. The credit rating industry.
http://ftp.ny.frb.org/research/quarterly_review/1994v19/v19n2article1.pdf (09.03.2015.)

3. Čuljak, T.; Povijest gospodarskih kriza.
<https://www.scribd.com/doc/261363773/Povijest-gospodarskih-kriza>
(07.07.2015.)
4. Fimalac. <http://www.fimalac.com/strategic-focus.html> (14.07.2015.)
5. HRVATSKA NARODNA BANKA. <http://www.hnb.hr/publikac/hpublikac.htm>
6. Investopedia. <http://www.investopedia.com/terms/s/sp.asp> (14.07.2015.)
7. MINISTARSTVO FINACIJA. <http://www.mfin.hr/hr/godisnjaci-ministarstva>
8. MOODY'S. <https://www.moody's.com/Pages/atc.aspx> (14.07.2015.)
9. Novi list. <http://www.novilist.hr/Vijesti/Gospodarstvo/Tko-su-zapravo-S-P-Fitchi-Moody-s-kreditne-agencije-koje-odlucuju-o-sudbini-svijeta> (13.07.2015.)
10. Poslovni.hr. http://www.poslovni.hr/media/PostAttachments/929823/fin_FINANCIJSKE%20KRIZE.pdf (07.07.2015.)
11. Psinvest <http://www.psinvest.rs/sr/merderi> (07.07.2015.)
12. RRIF. <http://rif.hr/e-izdanje/rif-12-2012/crno/files/assets/basichtml/page133.html> (23.06.2015.)
13. US Securities and exchange commission.
<http://www.sec.gov/ocr/reportspubs/annual-reports/nrsroannrep1214.pdf>
(13.07.2015.)
14. Whichwaytopay. <http://www.whichwaytopay.com/world-credit-rating-agencies.asp> (09.07.2015.)

PRILOZI

Popis slika

1. Kreditne rejting agencije u svijetu.....	18
2. Klasifikacija javnog duga.....	33
3. Tijek kretanja financijske krize u SAD-u.....	44

Popis grafova

1. Ukupan broj dodijeljenih rejtinga.....	20
2. Financijske institucije.....	21
3. Osiguravatelji.....	21
4. Korporativni izdavatelji.....	22
5. Vrijednosnice na temelju imovine.....	23
6. Vrijednosnice države i lokalne zajednice.....	23
7. Ukupan javni dug u razdoblju 2000. – 2015.....	34
8. Dug opće države u % BDP-a u razdoblju 2000. – 2015.....	35
9. Struktura javnog duga u 3/2015.....	36
10. Struktura državnih jamstva u 3/2015.....	36
11. Bruto inozemni dug RH prema kreditorima u razdoblju 2010. – 2/2015.....	37
12. Valutna struktura bruto inozemnog duga RH.....	38
13. Pokazatelji inozemne zaduženosti.....	39

Popis tablica

1. Državne obveznice izdane na Zagrebačkoj burzi.....	9
2. Municipalne obveznice izdane na Zagrebačkoj burzi.....	11
3. Korporacijske obveznice izdane na Zagrebačkoj burzi.....	12
4. Dodijeljeni rejtingi registriranih institucija u SAD-u 2013. Godine.....	19
5. Metodološki profil države.....	24
6. Simboli kreditnih rejtinga najvećih agencija.....	28
7. Dugoročna ocjena rejtinga Hrvatske u stranoj valuti.....	30
8. Dugoročna ocjena rejtinga hrvatske u domaćoj valuti.....	31
9. Kratkoročna ocjena rejtinga Hrvatske u stranoj valuti.....	32